

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES
BOURSES ALLEMANDES
DE VALEURS ET DE COMMERCE

ET LES

LOIS IMPÉRIALES DES 22 JUIN ET 3 JUILLET 1896

ÉTUDE ÉCONOMIQUE ET JURIDIQUE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PAR

ANDRÉ-E. SAYOUS

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1898



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41552227_0055

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES
BOURSES ALLEMANDES
DE VALEURS ET DE COMMERCE

ET LES

LOIS IMPÉRIALES DES 22 JUIN ET 3 JUILLET 1896

ÉTUDE ÉCONOMIQUE ET JURIDIQUE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS.

Sera soutenu le mercredi 26 janvier 1898, à 1 heure

PAR

ANDRÉ-E. SAYOUS

Président : M. THALLER.

Suffragants : { MM. JAY, professeur.
DESCHAMPS, agrégé.

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1898



A

M. ALEXANDRE RIBOT

Respectueux hommage.

LES BOURSES ALLEMANDES

DE VALEURS ET DE COMMERCE

ET

LES LOIS IMPÉRIALES DES 22 JUIN ET 5 JUILLET 1896

ÉTUDE ÉCONOMIQUE ET JURIDIQUE

PRÉFACE

Plan de l'ouvrage. — Exposé général sur les bourses : l'organisation des principales bourses continentales ; les opérations de bourse ; le public des bourses de valeurs et de commerce.

Notre presse économique et politique annonçait successivement, durant les cinq dernières années, que l'Allemagne préparait une *réforme de ses bourses*, élaborait un projet de loi désastreux pour son commerce national, votait l'interdiction du *marché à terme* en grains et voyait les membres de sa principale bourse de produits abandonner l'édifice, qui les abritait depuis environ trente ans, pour reprendre leur indépendance tout d'abord au *palais des fées*, puis, décimés, au *marché du matin*.

Quelques articles, dus aux plumes les plus autorisées, mais forcément courts et denses, ne furent point lus ou compris de tous ; et les plus extraordinaires erreurs ou confusions défrayèrent la majeure partie de notre presse quotidienne et le monde français des affaires. Il s'agissait, il est vrai, de notions si complexes, si obscures, parfois même si

nouvelles que les économistes les plus distingués se trouverent souvent fort embarrassés, lorsqu'ils voulurent les comprendre et les analyser pour en faire saisir ensuite toute la valeur dans un exposé net et exact.

Nous nous sommes vite aperçu qu'il était inutile, sinon impossible, de résumer, assez longuement et avec toute la clarté dont nous serions capable, les propositions de réforme, faites pour assurer un plus exact fonctionnement des marchés allemands de valeurs et de commerce, et les nouvelles dispositions des lois impériales des *bourses* et de *dé-pôt* (Boersen, Depotgesetz), sans les placer dans un triple cadre : dans le milieu social et politique où on les avait proposées et où on les avait votées ; dans un exposé sur le rôle économique des bourses, des banques qui émettent des valeurs, du marché à terme en valeurs, du marché à terme en marchandises, pour mieux écarter tout le tissu de préjugés dont on se dégage généralement avec peine et toute quiétude béate devant l'organisme social en fonction ; dans le milieu si peu connu et si complexe des bourses allemandes avant leur nouvelle réglementation.

Nous montrerons tout d'abord que le discrédit des principes *libéraux-individualistes* fut suivi d'une protection de plus en plus assidue de l'agriculture nationale ; que les agrariens allemands, repoussés sur le terrain des tarifs douaniers et d'une réforme monétaire, retournèrent leur fureur contre la bourse ; que, depuis 1891, les procès les plus scandaleux se succédèrent sans relâche dans le monde des affaires, soit à Berlin, soit sur les autres places allemandes de moindre importance, laissant le public, ce naïf ennemi du mal, espérer la plus sévère des réformes ou se désintéresser complètement de ce qu'il appelait l'*arbre empoisonné* et considérait comme un terrain de coupe-gorge.

C'est là une introduction qui s'impose ; car la loi allemande des bourses ne saurait se comprendre avec exactitude dans son seul milieu économique ; son cadre le plus important est son cadre social et politique : elle est le produit d'une réaction

contre le courant qui a bouleversé l'Allemagne contemporaine et transformé des Etats nettement agricoles en un Etat surtout industriel et commerçant ; elle est l'expression la plus malheureuse d'une haine aveugle, de préjugés tenaces ; elle est, dans son ensemble, la digne sœur de tous ces projets qui germent sans cesse dans les esprits les plus violents, les plus bizarres et les plus utopistes du parti agraire. Si les commerçants n'avaient pas su, par leur libéralisme naturel et un optimisme peu justifié, donner large prise aux attaques des hobereaux et de la démagogie agraire, nous pourrions même dire que la loi des bourses n'est que cela.

Bien que Bender ait publié, en 1825, la première édition de son traité, l'Allemagne apprit de la France la science de la Bourse : Coffinières n'eut-il pas, dès cette même année, les honneurs d'une traduction ; Thoel, dans son *Trafic des valeurs d'Etat*, ne suivit-il point, pas à pas, les manuels si oubliés, de deux praticiens français, Bresson et Bizet ? Il y a quelque quinze ans, MM. Struck et Richard Ehrenberg publièrent à courte distance deux études de mérites très différents, l'une sur les *bourses de valeurs*, l'autre sur la *spéculation sur valeurs et la législation* ; depuis lors, le professeur Gustave Cohn revint avec sa plume élégante aux travaux de jeunesse ; le professeur Lexis résuma de la façon la plus remarquable, grâce à sa mémoire impeccable et sa profonde intelligence, l'ensemble des diverses questions économiques relatives au commerce ; le professeur Jean-Charles Fuchs étudia le trafic des cotons et des céréales sur les marchés anglais ; le professeur Max Weber, après avoir écrit une série d'articles dans la *Revue de Goldschmidt* (*Les résultats de l'enquête allemande sur la bourse*), publia quelques bonnes pages sur la *fonction technique du marché à terme* ; et M. Henri Schumacher s'annonça, dans ses *Bourses en grains aux Etats-Unis d'Amérique*, comme un économiste du plus grand avenir. De son côté, M. Richard Ehrenberg sut réunir des documents historiques, partout épars, dans plusieurs ouvrages et notamment dans son *Epoque des Fugger*. Ajoutons que la Com-

mission d'enquête, réunie à Berlin pour dessiner le cadre d'un projet de loi impériale sur les bourses de valeurs et de commerce, publia un immense *matériel*, qui contient les indications les plus précieuses, sur un champ malheureusement trop vaste.

Il y avait beaucoup à apprendre dans un tel milieu : aussi avons-nous cru nécessaire de cantonner, en principe, nos recherches sur les questions générales, telles que le rôle économique de la spéculation ou des bourses, dans la seule littérature allemande ; si nous avions abordé les écrits des économistes français ou anglais, nous aurions étouffé toute idée personnelle sous une bibliographie énorme. Qu'importe d'ailleurs à nos lecteurs que nous leur donnions des renvois et des citations qu'ils peuvent aisément trouver partout et à nos savants incontestés que nous leur rendions à chaque instant les hommages que tous leur prodiguent !

Un exposé de l'organisation et du fonctionnement des bourses allemandes, vraiment clair et compréhensible pour nos compatriotes, aurait dû s'appuyer à tous moments sur des rapprochements avec l'organisation et le fonctionnement des marchés français en valeurs et marchandises : c'est ainsi que M. Struck comparait autrefois les bourses anglaises avec les bourses allemandes en valeurs. Un double motif nous a fait écarter une telle méthode. D'une part, les documents nous auraient manqué dans une large mesure et les travaux manquent complètement sur l'organisation et le fonctionnement des bourses françaises de commerce ; en ce qui concerne les bourses françaises de valeurs, nous n'avions entre les mains que les œuvres de purs juriconsultes ou des traités généraux sur les opérations de bourse, dithyrambes de l'école du *laissez faire, laissez passer* ou accents de colère de quelque moraliste, écrits il y a quelque cinquante ans et réédités depuis sans les remaniements devenus nécessaires. Et, d'autre part, les comparaisons auraient abouti trop souvent à des oppositions suivies, qui auraient exigé des explications trop longues pour être simplement incidentes ; toute

notre réglementation actuelle du trafic en valeurs est, d'ailleurs, tellement particulière, qu'un long exposé historique aurait été nécessaire pour la faire bien saisir.

Un tableau, esquissé à grands traits, de l'organisation et du fonctionnement des bourses les plus typiques s'impose ici cependant pour éviter de multiples confusions et pour aplanir, en quelque mesure, la route à parcourir.

Le système selon lequel sont encore aujourd'hui organisées en France les bourses en valeurs et que l'on peut considérer comme une des expressions les plus nettes du système fiscal-policier (ministère, en principe, obligatoire des agents de change) s'oppose au système selon lequel étaient et sont organisées les bourses prussiennes, institutions dirigées et administrées par les commerçants eux-mêmes sous la haute surveillance gouvernementale. Les bourses de la majorité des autres Etats allemands étaient, avant le 1^{er} janvier 1897, des associations privées et indépendantes de commerçants, non point étroitement fermées comme le *Stock-Exchange* ou le *Baltic*, mais démocratiques de la façon la plus nette par suite de leur nature, en quelque mesure syndicale et d'un libéralisme peu soucieux de se donner à lui-même un frein dans l'intérêt même particulier de chaque individu; ou bien, comme le *Royal-Exchange* londonnien, des lieux publics de réunion, où se faisaient toutefois les diverses opérations commerciales courantes sur la place, et à côté desquels se trouvaient généralement diverses associations privées qui concentraient entre leurs mains les intérêts plus particuliers à chaque branche du commerce. Cette dernière organisation n'est point très différente de l'organisation de nos principaux marchés en marchandises : une bourse, lieu public de réunion, et, à côté, divers *syndicats* qui mettent un frein au libéralisme, facilitent les transactions commerciales.

Aujourd'hui, les opérations de bourse se présentent presque partout sous des formes très voisines. La distinction classique entre marché au comptant et marché à terme (au sens le plus large de cette expression) est encore considérée

comme fondamentale par tous les théoriciens du droit commercial; elle passe cependant de plus en plus au second plan dans le trafic de bourse, car il y a tout au moins une *possibilité* de marché à terme dans le marché au comptant ; d'ailleurs une autre distinction, qui n'est point totalement opposée à celle-ci, dans le trafic en valeurs, par suite de circonstances particulières, en prend, de jour en jour, plus complètement la place : *marchés effectifs*, d'une part ; de l'autre, *marchés à terme* (au sens le plus étroit de cette expression), plus exactement *marchés à terme de Bourse* : marchés devant se terminer naturellement par une livraison *effective* de la part du vendeur lui-même, à l'acheteur lui-même, — marchés où les parties songent plus généralement à la *différence* entre deux prix, l'un d'achat et l'autre de vente, ou bien l'un de vente et l'autre d'achat, dirons-nous tout d'abord en considérant l'intention probable des parties ; — marchés dont les conditions sont fixées selon des circonstances particulières, des besoins particuliers, — marchés à terme dont les principales conditions sont fixées par les usances d'une place, dirons-nous en tenant compte de la technique des contrats.

Si ces dernières définitions, basées sur des signes extérieurs, sont exactes tant que l'on parle de notre société économique se développant selon ses lois naturelles, la distinction, ainsi établie, prend des ombres pour des réalités. Tout un trafic effectif, en tous cas, tout un trafic plus voisin d'un trafic effectif que d'un trafic à terme, ne se comprend-il point, et n'a-t-il point lieu parfois sur la base des conditions stéréotypées ? L'histoire de la loi allemande des bourses nous montrera des marchés, conclus sous des conditions différentes, confondus lors de la liquidation centrale.

Les définitions plus courantes, qui analysent le contenu des bordereaux ordinaires pour *marchés à terme de bourse* et en rapportent les données essentielles, laissent à la critique une place encore plus large, puisqu'elles se basent sur des éléments encore plus momentanés.

Pour être vraiment précis et exact, il faut se placer sur un autre terrain, où nous avons conduit tout d'abord le lecteur : ce qui est essentiel, c'est l'emploi que les individus font des formes, l'utilisation pratique des formes. Ne parlons donc point d'une opération à *terme de bourse*, mais d'un trafic à *terme de bourse*, de tout un système d'opérations à *terme de bourse* avec ses multiples enchevêtrements ; sans opposer, de même, *opération effective* et *trafic effectif*, car le *trafic* et les *marchés à terme de bourse*, issus lentement du trafic et du marché *effectif*, apparaissent seuls d'une façon affirmative, les autres ayant plutôt des caractéristiques très générales et négatives.

D'une part, l'existence de besoins généraux, l'intention très probable, soit des deux parties, soit d'une seule, de ne jamais prendre livraison, de ne jamais livrer, de se retirer avec un gain *différentiel*. De l'autre, pour préciser, cependant, cette opposition d'une façon plus utile qu'exacte, l'existence de besoins particuliers, l'intention très probable des deux parties de prendre livraison et de livrer, ou l'une seulement de ces deux circonstances.

Voilà, d'une façon très générale, le sens de cette nouvelle distinction qui attire l'économiste sur un terrain d'action où le législateur et l'interprète des lois auront toujours grand'peine à le suivre.

Le marché officiel de la bourse en valeurs de Paris a conservé à l'expression *marché au comptant* son sens originaire c'est-à-dire qu'il l'entend dans un sens voisin de celui de *marché en disponible* ; les bourses allemandes en valeurs connaissent bien les *marchés au comptant*, au sens le plus étroit de cette expression, mais ce n'est guère alors qu'une des formes (la plus courante, il est vrai), des *marchés au comptant*, pris dans le sens de marchés effectifs pour des motifs que nous verrons plus tard.

Les marchés à terme en valeurs se présentaient, avant la nouvelle législation des bourses allemandes, sous des formes identiques à Paris et à Berlin. Ce n'étaient point simplement

des « opérations dont le règlement dut avoir lieu à une époque plus ou moins éloignée du moment de la négociation, et déterminée à l'avance » (Buchère), mais des opérations faites selon les usages de la place, sur des quantités fixes ou leurs multiples et à date fixe, à l'instar de tout un système qui s'est développé à Amsterdam au cours du XVII^e siècle dans le monde des *joueurs*.

Le *Stock-Exchange* londonnien ignore presque complètement le *marché au comptant*, au sens étroit de l'expression (si ce n'est en *consolidated*) ; il ne connaît guère que des opérations pour le prochain jour de liquidation, d'après les usages de la place : on peut, certes, voir là des opérations à terme de bourse bien que tous les achats et toutes les ventes ne se concluent point sur des quantités fixes ou leurs multiples (ce qui n'aurait qu'un avantage, il est vrai, sensible : faciliter toute réglementation centrale), mais généralement sur des chiffres ronds. La ligne de démarcation, que nous avons vue et verrons assez peu franche, entre trafic à terme et trafic effectif, disparaît ici en réalité : les actes de spéculation et les actes de placement ne se confondent-ils point complètement dans le même flot ?

La technique des opérations de bourse en marchandises se calque de plus en plus sur la technique des opérations de bourse sur valeurs, en ce qui concerne surtout les actes de spéculation et les actes qui ont un de leurs points d'appui sur un autre acte de nature spéculative. Toute la théorie des reports, celle des marchés à primes, avec leurs multiples combinaisons, ont pu être transportées toutes conçues et sans longues hésitations dans le commerce actuel des marchandises, objet d'un trafic international et de besoins très généraux.

Les marchés effectifs en marchandises ont conservé une très grande partie de leur ancienne importance lorsqu'il s'agit notamment d'un approvisionnement direct et de relations entre grands commerçants ou producteurs d'une part et de l'autre industriels ou commerçants fournissant certains trafics de détail.

II Les actes de pure spéculation, les arbitrages, les opérations d'assurance contre les fluctuations éventuelles des cours ne se présentent plus guère que sous la forme de *marchés à terme de bourse*, de marchés à clauses stéréotypées, dont toutes les conditions et désignations prennent un caractère général et impersonnel : toute l'offre et toute la demande se concentrent sur un, deux ou trois types seulement, les contrats deviennent des engagements faciles à rejeter en tous moments par quelque opération inverse ; toute personne qui n'a elle-même aucun besoin immédiat des marchandises, mais possède tous les éléments nécessaires pour prévoir exactement l'avenir assure une égalisation plus sensible des cours dans le temps et l'espace et accepte de supporter le poids des conjonctures ; la situation prévue du marché futur trouve son expression à la fois nette et utile dans des cours se référant à une qualité connue. Le *marché à terme de bourse* n'est qu'une forme du *marché à terme* ordinaire que les Allemands appellent souvent *marché à livrer* pour éviter toute confusion ; mais une forme ayant, actuellement et déjà depuis quelque temps, une individualité propre sur les principaux marchés. Les Allemands sont les premiers qui aient aperçu, il y a quelques années, toute l'importance du nouveau mouvement et d'une scission, peu franche encore, mais s'accroissant sans cesse, entre marchés effectifs et marchés à terme de bourse. La France, comme les autres pays, ignore la distinction théorique entre marchés effectifs et marchés à terme de bourse ; et cependant la scission est très nette entre opérations faites selon les *règlements du marché de blé de Paris*, du *marché de seigle de Paris* et sur le *marché libre*, ou bien encore, en ce qui concerne le Havre, selon les conditions de la *caisse de liquidation* et d'après échantillons ou désignations se rapportant au classement de telle place étrangère.

Le *marché à terme de bourse* en marchandises existe sur la presque totalité des grandes places du monde. On a coutume de dire qu'en dehors du *London Produce Exchange* et du *London Produce-Clearinghouse*, la place de Londres ignore

les *opérations à terme de bourse* : c'est là une erreur qu'il nous faut dissiper : elle connaît les *opérations à terme de bourse*, mais elle n'a point un *trafic à terme de bourse*, à proprement parler, car ces opérations se greffent sur des opérations effectives, ne sont point encore très importantes et ne sauraient le devenir tant qu'elles s'embarrasseront dans les liens d'un contrat qui doit être plus ou moins prochainement un contrat effectif. Depuis que la *London Corn Trade Association* a stéréotypé un certain nombre de formulaires (actuellement une soixantaine), pour *cifs*, *cargoes* ou *parcels*, et que les commerçants avisés se gardent bien d'en modifier quelque partie, le commerce en grains de Londres connaît, en fait, des *opérations à terme de bourse* sous la forme de marchés stéréotypés pour embarquement à telle époque ; ici l'absence de *quantité d'usage* ne rend les règlements guère plus difficiles que dans le trafic en valeurs. Si on n'a jamais établi un système de liquidation centrale, si les différents actes (connaissance, police d'assurance, quittance de fret) passent de bureau en bureau depuis celui du premier vendeur à celui du dernier acheteur, c'est que, dans ce milieu de la plus nette oligarchie financière, on ne tient pas à accepter le marché à terme sous sa forme ordinaire, fortement démocratique, de même qu'à Liverpool, durant le dernier quart de ce siècle.

Le pivot des bourses françaises en valeurs est l'*agent de change*, dont le concours est, en général, légalement obligatoire : celui-ci est un officier ministériel, dont les actes rentrent dans la définition juridique des actes de commission : opérations en son propre nom et pour le compte d'autrui ; comme les deux agents de change, qui contractent ensemble, rapprochent, en fait, leurs deux clients, et, comme ce mode d'opérer est, en principe, seul régulier, on peut comparer la fonction économique de l'agent de change et celle du courtier. Rien ne ressemble plus au rôle de notre agent de change que celui du *broker* des bourses en valeurs de la province anglaise et de *Wall street* ; le *broker* des bourses

de la province anglaise, qui n'a, bien entendu, aucun titre officiel, a conservé, à plusieurs points de vue, son ancien caractère de courtier, de personne qui rapproche les parties et les abouche. Le broker londonnien joue nettement le rôle économique d'un commissionnaire depuis qu'il s'est établi, en principe, que, pour opérer régulièrement, il doit contracter avec une personne appartenant à la catégorie particulière des *jobbers* ou *dealers* (marchands); dans l'absence, en fait peu fréquente, de son *dell'credere* vis-à-vis des particuliers qui lui donnent des ordres, nous voyons un reste manifeste de son rôle primitif de courtier et une preuve de la permanence, dans une certaine mesure, d'anciens principes juridiques.

Tout autre est la situation des marchés allemands en valeurs. Les banquiers en sont les organes essentiels. Les *courtiers*, qui facilitent les transactions à l'intérieur de la bourse, n'ont point de monopole, ni le droit exclusif d'entremettre les personnes présentes et ne jouent qu'un rôle accessoire bien que fort important : tantôt ils rapprochent les parties et les abouchent, comme les courtiers primitifs, et évitent ainsi toute perte de temps; tantôt, et maintenant d'une façon toujours plus fréquente à Berlin, ils se présentent comme contreparties personnelles de leurs clients à un cours déterminé, ainsi que les dealers londonniens vis-à-vis des brokers; mais tandis que la rémunération des dealers est comprise dans le prix même d'achat ou de vente, le courtier réclame généralement un *droit de courtage*; mais les uns et les autres, selon leur caractère propre, leur audace, les circonstances, deviendront souvent de vrais spéculateurs, grefant des actes de spéculation sur leurs actes professionnels, attendant pour se couvrir non point la première circonstance favorable jusqu'à laquelle ils spéculent forcément, mais un changement de conjonctures.

Ce qui n'est point sans nous paraître anormal et surtout dangereux c'est que, en Allemagne, les fonctions de nos *agents de changes* et de nos *banquiers* des *brokers* et des *ban-*

kers anglais se trouvent réunies entre les mêmes mains ; les maisons de banque représentent les personnes absentes de la bourse et, en même temps, émettent des valeurs, parfois aussi spéculent pour leur propre compte.

Il est impossible de comparer d'une façon à la fois brève et exacte les diverses catégories des personnes qui fréquentent les principales bourses en marchandises : les titres pris par chacun répondent rarement avec quelque exactitude aux rôles qu'ils jouent effectivement. Les personnes qui sont appelées *négociants, commissionnaires merchant*, ou bien encore qui dirigent une maison dont l'enseigne est *coffee, corn*, sans autres mentions explicatives, tout à la fois représentent les personnes absentes et tirent bénéfice d'un trafic en marchandises effectives ou d'actes aléatoires ; cependant, il existe en France et en Allemagne, une démarcation de quelque netteté entre les maisons de commission, qui s'occupent surtout de marchés à terme, tout en acceptant, cependant, selon les occasions, de prendre livraison ou de livrer pour le compte de leurs clients, et, d'autre part, les commerçants en marchandises effectives (*Effektivhändler*), qui, sans renoncer à servir de commissionnaires, s'occupent plus ou moins spécialement du trafic effectif : si ces derniers font personnellement des marchés à terme pour spéculer ou pour ne pas spéculer, ils se trouvent généralement en contract direct avec les marchandises et en assurent la répartition ultérieure. Les personnes que l'on appelle *courtiers* devraient, en principe, limiter leur activité à rapprocher les parties et à les aboucher ; ils font très souvent des actes de commission ; ils spéculent aussi parfois pour leur propre compte.

Puisse notre travail mettre un terme en quelques mesures aux attaques dirigées en France contre la spéculation. Nous serions heureux de prévenir, avec les précieux enseignements que l'on peut retirer de la réforme des bourses allemandes, quelque désastre, conséquence probable de lois présentées par quelques-uns de nos agrariens et arrachées un jour, par surprise, à la faiblesse et à l'ignorance des légis-

lateurs de tous partis. Nous espérons que les événements de l'histoire économique de l'Allemagne serviront d'enseignement à tous ceux qui unissent à un profond amour de la justice le désir de ne point diminuer encore notre activité commerciale.

Nous tenons à remercier très chaudement tous ceux qui ont bien voulu nous aider dans l'élaboration de ce travail. Notre très vive reconnaissance est assurée aux nombreux (plus de cent !) négociants, banquiers, économistes, jurisconsultes, journalistes allemands qui ont bien voulu nous réserver le meilleur accueil à Berlin, Hambourg, Brême, Duisbourg, Cologne, Leipsick, Munich, Francfort, Mannheim, soit durant notre séjour de mars à août 1896, soit durant notre dernier voyage de septembre-octobre 1897. Nous ne saurions aussi oublier ici plusieurs banquiers et négociants de Londres et du Havre, où nous avons poursuivi nos études sur quelques points particuliers. Que les représentants du parti agraire et les ennemis mortels du *marché à terme de bourse*, qui ont bien voulu nous réserver le plus cordial accueil, excusent la franchise de notre opposition à leurs idées ; que nos amis du parti libéral nous pardonnent quelques attaques assez vives. Nos derniers mots seront pour M. le professeur Lyon-Caen, qui nous a prêté plusieurs ouvrages de sa riche bibliothèque et pour M. le professeur Thaller qui a bien voulu s'intéresser à nos études.

24 octobre 1897.

BIBLIOGRAPHIE

Il faudrait un livre entier pour donner une bibliographie complète des travaux publiés à propos des bourses allemandes et de leur réforme ; nous avons cité au cours de notre exposé la presque totalité des écrits dignes d'attention ; le lecteur trouvera donc incidemment mention des ouvrages qui pourraient lui être utiles. — M. A. Endemann a publié dans le *Juristisches Litteraturblatt* du 1^{er} décembre 1895 une *Uebersicht der neuen Börsenreformlitteratur* ; rappelons que les articles de l'*Handwörterbuch der Staatswissenschaften* sont toujours suivis d'une riche bibliographie.

Le recueil fondamental est le *Material der Börsen-enquête-Kommission*, composé de : 1^o Berichte und Beschlüsse, 2^o Die Hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und Auslands, 3^o Statistische Anlagen, 4^o Die Rechtsprechung des Reichsgerichts betr. den Einwand des Differenzgeschäfts, 5^o Systematische Darstellungen der Geschäftsbedingungen von 21 Bankfirmen, 6^o Stenographische Berichte mit Register, 7^o Uebersicht der abgelehnten oder zurückgezogenen Anträge nebst Abstimmungen, 8^o Sitzungs-Protokolle, etc. Les *Berichte und Beschlüsse* ont été publiées à part, Heymann, 1894 ; c'est d'après cette édition que nous avons préféré donner les renvois.

L'exposé des motifs du projet de loi (*Entwürfe eines Börsengesetzes und eines Gesetzes betr. die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Werthpapiere, Drucksachen des Reichstages*, 9 Legislatur-Periode, IV^e session, n^o 14) ; les *comptes rendus sténographiés des séances du Reichstag* des 9, 10 et 11 janvier 1896 ; le résumé des débats de la commission parlementaire (*Bericht der IX Kommission zur Vorberathung des Entwurfes eines Börsengesetzes (Drucksachen des Reichs-*

tages, 9 *Legislatur-Periode*, IV^e session, n^o 246) et les *comp-tes rendus sténographiés des séances du Reichstag* des 28, 29 et 30 avril, 1^{er} mai, 4 et 6 juin 1896 nous fournissent les éléments nécessaires pour l'interprétation de la nouvelle loi et la connaissance exacte des intentions du législateur. Très intéressants les rapports et les pétitions des Anciens de la Corporation des marchands de Berlin et de Magdebourg, des Chambres de commerce de Francfort, de Hambourg et de Brême.

Pour les règlements de bourse et les usances de place en vigueur avant le 1^{er} janvier 1897: *Handbuch der Berliner Fondsbörse*, *Handbuch der (Berliner) Produktenbörse*; Jürgens, *Hamburgisches Börsen-Handbuch*; Puls, *Frankfurter Börsen Handbuch I Theil*. Pour les nouveaux règlements de bourse, Hatschek, *Frankfurter Börsen-Handbuch I Theil*; l'appendix à *Saling's Börsen-Papiere erster, Theil*, Auflage bearbeitet von A. Sandheim.

Les principaux travaux sur la réforme des bourses allemandes sont les suivants: Cohn, *Beitrag zur Börsenreform*, Leipzig, 1895 (série d'articles de revue brillamment écrits); Max Weber, art. *Börsenwesen* dans le 1^{er} sup. de l'*Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, art. dans le *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XLIII à XLV (très utiles, mais difficiles à comprendre); Ring et Baron, art. dans l'*Archiv für bürgerliches Recht*, t. VIII et IX (la première partie sans originalité, la seconde, hostile à la bourse, sans grande connaissance des questions économiques); Pfleger und Gschwindt, *Börsenreform in Deutschland*, *Münchener volkswirtschaftliche Studien*, Stücke 15, 16 und 22 (extraits des stenographische Berichte der Börsen-enquete-Kommission, rangés avec méthode); de nombreux articles de journaux et de revues; de nombreuses brochures *als manuskript gedruckt*. Il n'a paru aucun commentaire important de la loi des bourses; parmi les moins incomplets, citons ceux de Kahn, *Börsengesetz*, Muenchen, 1897, d'Apt, *Börsengesetz*, 1897, et d'Hoffmann, *Reichsbör-*

sengesetz, 1897 ; de bons articles de la *Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen* et de la *Deutsche Juristen Zeitung* comblent en partie cette lacune.

L'*Economiste français* et le *Journal des Débats* ont pu tenir le public français au courant de la loi des bourses et de ses conséquences, grâce surtout à leur collaborateur, M. Arthur Raffalovich, correspondant de l'Institut, qui a d'ailleurs exposé ces questions dans ses *Marchés financiers*.

Enfin, sur la question des dépôts en banque, l'article très remarquable de Lévin Goldschmidt, *Börsen und Banken*, dans les *Preussische Jahrbücher* de septembre 1891 et deux bons articles du président Wiener (*National Zeitung* des 11 et 12 décembre 1891) ; le projet de loi a été publié avec le projet de la loi des bourses ; la première lecture du projet eut lieu en même temps que la première lecture du projet de la loi des bourses ; le rapport de la commission parlementaire a été publié dans les *Drucksachen des Reichstages*, 9^e *Legislatur-Periode*, IV^e session, n^o 342, la deuxième et la troisième lectures eurent lieu le 17 juin 1896 (v. *Comptes rendus sténographiés*). Le petit livre intitulé *Bankdepotgesetz* du directeur Riesser est un excellent commentaire de la loi de dépôt : exact, clair et profond.

INTRODUCTION

- I. — Réaction contre les doctrines « libérales-individualistes » dans l'Allemagne contemporaine ; le « socialisme d'Etat », le « socialisme de la chaire » ; le socialisme agraire. — Le parti libéral et le parti agraire.
- II. — La crise agraire en Allemagne ; les deux grands moyens du parti agraire : leur échec. — Attaques des agrariens contre la bourse, une des causes principales ou cause unique de leur malheur : les arguments de MM. Kuehn, de Kanitz, Schwarze, de Frege, Klapper ; vérités et exagérations. — Les vraies causes de la dépression du prix des grains.
- III. — En quelles autres circonstances furent élaborées les lois impériales de bourse et de dépôt : l'affaire Polke et autres procès scandaleux. — Les antisémites.
- IV. — Histoire de la loi des bourses et de la loi de dépôt : événements qui amenèrent la convocation d'une commission extraparlamentaire ; composition de cette commission, son enquête, ses débats, ses publications, ses décisions, sa voie moyenne entre le libéralisme et l'Etatisme.
- V. — (Suite). Composition du projet de la loi des bourses et du projet de la loi de dépôt. — Leur première lecture au Reichstag : position des divers partis politiques ; deuxième lecture du projet de loi ; vote de l'amendement Fuchs-Schwarze ; troisième lecture du projet de loi ; lecture de la loi de dépôt ; promulgation de la loi des bourses et de la loi de dépôt, leur entrée en vigueur.
- VI. — Commerçants et agrariens avant le 1^{er} janvier 1897. — Préparation et publication de nouveaux règlements de bourse. — Fermeture des bourses prussiennes en produits : les réunions au « palais des fées » des commerçants berlinois en produits ; leur suspension sur l'ordre de police ; les réunions du « marché du matin » et de l'ancien hôpital de la rue du Saint-Esprit. — Position actuelle (octobre 1897) des agrariens et des commerçants dans la question de la réforme des bourses.

I

Les législateurs allemands (1) que leurs principes rattachaient à l'école *classique-individualiste*, connue sous le nom d'*école de Manchester*, avaient préparé dans une certaine mesure, puis accentué la crise violente qui suivit la victoire par des lois et décisions d'un libéralisme inopiné ; et avaient répondu à tous les appels les plus pressants par des discours parfois sensés, généralement spirituels, mais toujours entachés du plus souriant optimisme, sinon de la plus amère ironie.

Le développement prodigieux de l'industrie et du commerce allemands n'alla point sans les terribles à-coups qu'accompagne tout surmenage social ; l'Etat, adoré à l'Ecole comme une divinité, se présenta comme une vraie Providence. « Les législateurs de l'Ecole de Manchester ont fait une grandissime banqueroute », s'écriait, en 1876, un polémiste bien connu : en effet, une réaction ne se fit pas attendre ; on réserva bientôt haine ou mépris à tout ce qui n'était point teinté de pessimisme ; et on se mit à l'œuvre, poussé souvent par un besoin de charité et de progrès, plus souvent par les désirs les plus intéressés, tandis que l'on cherchait à enrayér le socialisme démocrate dans son continuel développement.

Les problèmes sociaux les plus complexes furent abordés de front ; on en rechercha une solution plus ou moins radicale dans une tutelle de l'Etat. On s'arrêta souvent devant des barrières presque infranchissables ou des dangers trop imminents : une raison dirigée par une connaissance exacte de la situation et de ses vraies causes mit souvent un frein à la

(1) Ces indications très générales nous ont semblé nécessaires bien qu'elles puissent nous exposer à des critiques, que nous aurions dû éviter dans un travail sur les bourses ; sans elles, le cadre des lois, que nous étudierons, manquerait de ses traits essentiels.

passion nouvelle pour toute réglementation légale et pour la protection du *faible* contre le *fort*. Mais le désir de *faire quelque chose* triompha souvent des craintes et des hésitations avant même que l'on ait pu apercevoir la solution de problèmes fort complexes ; et surtout on oublia généralement qu'une réforme sociale est imparfaite toutes les fois que les individus s'y opposent avec énergie : la loi des bourses est dans son ensemble un des *sauts dans l'ombre* (Spruenge in's Dunkele) des écoles économiques les plus nettement aveugles dans leur anti-libéralisme.

On ne voulait plus entendre parler d'une liberté se limitant, se réfrénant elle-même ; l'Etat ne devait pas être réduit au rôle de *veilleur de nuit* (*Nachtwächter*, F. Lassalle) ; on disait que sur toute question sociale le « laisser-aller est la plus commode, mais non point la plus saine des maximes » (1) ; « les droits de l'autonomie individuelle n'étaient plus pieusement adulés » ; on riait de cette notion surannée, de l'égalité du poids et du contrepoids dans la vie économique. C'étaient là des principes généraux, principes de réaction, qui trouvèrent leur écho à travers toute l'Allemagne.

Une sorte de transaction entre le socialisme originaire et les principes conservateurs s'opposa, d'une façon très spécialement nette, à l'école *fossile* (W. Lotz). Cette nouvelle doctrine, connue sous le nom de *socialisme de la chaire* (Kathedersozialismus), lorsqu'elle se donnait libre carrière dans les seules Universités, est généralement appelée *socialisme d'Etat* (2), bien que des nuances assez notables permettent de distinguer ce que l'on désigne actuellement par ces deux expressions différentes (3).

(1) Gustav Cohn, *Beiträge zur Börsenreform*, p. 20.

(2) Voir, dans le premier supplément de l'*Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, l'article *Staat* du professeur Adolphe Wagner et, dans le nouveau dictionnaire d'*Economie Politique* de Léon Say et de J. Chailley-Bert, un article à tendances tout opposées, l'article *Socialisme d'Etat* du célèbre *Manchestermann*, M. Ludwig Bamberger.

(3) Le professeur Wagner s'oppose avec raison à l'identification des

Les *socialistes d'Etat* prônèrent le « christianisme pratique qui n'a rien de commun avec la cynique indifférence » (M. de Bismarck). « Le bien-être, la prospérité, l'heureux développement de ce tout et de chacun comme son membre... : c'est là le but que se propose cette théorie d'économie politique et sociale qui considère l'Etat comme le principal organe de la politique économique » (1).

Les défenseurs des autres doctrines socialistes ne soutinrent point généralement un système aussi absolu ; dans les esprits les plus remarquables, un certain scepticisme, une certaine tendance éclectique perçaient toutes les fois que la passion ou le goût d'une organisation symétrique ne rendait point aveugle ; si toutes les écoles socialistes depuis celle du professeur Wagner jusqu'à celle du professeur Schoenberg, se réunissaient dans une opposition commune aux anciens principes, l'une protestait contre ceux-ci avec énergie ou violence, l'autre avec calme et bon sens.

Le parlement allemand admet, en principe, depuis vingt ans, le droit pour toute personne faible (et capable de faire entendre ses plaintes) à se voir aidée dans la lutte pour la vie par quelque mesure légale ou gouvernementale, protectrice de ses intérêts ; la politique douanière patronnée par M. de Bismarck pour relever son crédit vacillant, est une des expressions les plus importantes de la réaction anti-libérale ; les lois sur les caisses de retraite ne sont que des concessions faites à ceux que les lois agraires atteignaient d'une façon sensible et dont les protestations savaient prendre la forme de menaces.

Il y a, au point de vue politique, une vraie confusion entre le mouvement socialiste d'Etat et le mouvement agrarien dans l'Allemagne contemporaine, toutes les fois que l'on ne se trouve point sur un terrain de concession, il ne s'agit que

deux expressions *socialisme de la chaire* et *socialisme d'Etat* ; dans un exposé incident et bref, nous ne pouvons tenir compte d'une telle distinction.

(1) Wagner, art. *Staat*.

de la protection de la campagne et de la défense de ses intérêts ; les remèdes à la crise agraire doivent être cherchés non dans l'initiative privée, mais dans des mesures gouvernementales ; et toute intervention de l'Etat paraît légitime si elle doit protéger les agriculteurs et ne point atteindre trop vivement des droits fort respectables.

Toute la lutte des partis politiques se concentre donc sur la question agraire ; les idées libérales se présentent comme l'opposé des idées agrariennes ; les défenseurs des unes et des autres sont également aveugles, bien que les défenseurs des doctrines classiques se départissent quelque peu de leurs anciens partis pris et que les défenseurs des idées socialistes semblent vouloir nous ramener sans cesse plus nettement aux temps du moyen-âge.

Les libéraux ne pouvaient accepter, en principe, une intervention gouvernementale dans la question des bourses : dans le commerce qui a pour but des gains individuels, il faut laisser les individus lutter les uns contre les autres ; ce conflit perpétuel d'intérêts est la seule force qui puisse accentuer tous progrès. Les agrariens légitimaient toute intervention de l'Etat en montrant la lutte se dessiner entre des commerçants riches, au courant des questions économiques et juridiques et le public (des rentiers désireux de vendre ou d'acheter des valeurs, surtout des agriculteurs désireux de vendre leurs grains), faible, sans défense. Préjugés tenaces de part et d'autre, haines réciproques venaient forcément envenimer tous débats sur de telles questions.

La science, peu avancée, n'était encore que le produit de tendances naturelles, favorables ou hostiles à la bourse ; une certaine scission se produisit entre les politiciens et la majorité des savants assez nettement socialistes : elle ne mérite point, cependant, une attention toute spéciale, ainsi que le pensent des esprits éminents, car tous les *socialistes de la chaire* paraissent des libéraux aux représentants aveugles du parti agraire, ce qui leur enlève tout crédit.

II

Les agriculteurs de l'ouest et du centre de l'Europe ne trouvent souvent plus dans le prix de vente de leurs céréales une rémunération suffisante de leur labeur ; ils réclament partout des mesures adoucissant leur sort et leur donnant confiance en l'avenir. Les plaintes des agriculteurs allemands (1) croissent de jour en jour depuis vingt ans ; elles sont devenues extraordinairement pressantes et aiguës. Est-ce là la conséquence d'une situation très spécialement difficile ? Les principes qui reconnaissent aux malheureux un droit à la protection ont-ils accru la vivacité de ces appels ? L'un et l'autre, probablement.

Les deux *grands* moyens, si chers au parti agraire, sont le protectionnisme et le bimétallisme : l'un, « pour permettre aux agriculteurs indigènes de lutter contre la concurrence étrangère » ; l'autre, « pour atténuer la rareté du numéraire qui a pour conséquence la baisse des prix et pour rendre la lutte égale avec les Etats à étalon d'argent qui peuvent amener des grains sur les marchés internationaux contre une moindre quantité d'or ».

Mais, d'une part, si les droits très protecteurs votés par le Reichstag n'ont pas écarté la concurrence étrangère (2), on ne peut songer à établir des droits presque prohibitifs : une guerre de douane poussée à outrance serait la ruine de l'Allemagne dont le commerce et l'industrie augmentent chaque

(1) Sur la crise agraire en Allemagne les articles *Agrarbewegung* de Backhaus, *Agrarkrisis* de Conrad dans le premier supplément de l'*Handwörterbuch der Staatswissenschaften* ; Buchenberger, *Agrarwesen und Agrarpolitik*, Leipzig, 1893 ; von der Goltz, *Die agrarischen Aufgaben der Gegenwart*, Iéna, 1894 ; et, dernièrement, le beau livre de M. Buchenberger, *Grundzüge der deutschen Agrarpolitik unter besonderer Würdigung der kleinen und grossen Mittel*, Berlin, 1897.

(2) Art. de Conrad, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. 1, p. 481. von der Goltz, *Die Aufgaben*, p. 127.

jour la richesse (1) et dont la vie a été si bien caractérisée de *semi-internationale* (2). « D'ailleurs ne serait-il pas dangereux de renchérir les moyens de subsistance de la masse du peuple beaucoup au-dessus du niveau des autres Etats de l'ouest de l'Europe (3). » La proposition du comte de Kanitz-Podangen, qui voudrait donner à l'Etat le monopole de l'importation des grains et le droit de fixer le prix des céréales *au prix moyen des dix dernières années* (4), a été rejetée par le Reichstag avec une majorité imposante comme peu pratique et contraire aux obligations et aux intérêts de l'Allemagne (5).

M. de Posadowski, président de la *Silberkommission*, commission monétaire réunie en 1894 à la demande des agrariens, résumait en ces termes les résultats de longues discussions : « L'Allemagne à elle seule n'est pas en situation de prendre des mesures bi-métallistes de quelque efficacité, et, alors même que l'essai d'ententes internationales sur cette question spéciale pourrait avoir quelques chances de succès, il faudrait que tous les membres soient de la plus grande prudence et circonspection... »

Les agrariens se sont retournés contre la bourse avec une fureur de désespérés. Ce n'est pas sans regrets et sans amertume que les grands propriétaires fonciers et les habitants de la campagne ont vu le développement de la richesse nationale se produire en des formes nouvelles ; ce n'est pas sans irritation qu'ils ont assisté au développement des relations internationales et qu'ils ont vu des marchandises

(1) W. Lotz, *Die Ideen der deutschen Handelspolitik*, Leipzig, 1892.

(2) Schmoller, *Die Epochen der Getreidehandelsverfassung und Politik. Jahrbücher für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft*, t. XX, p. 742.

(3) Schmoller, *Einige Worte zum Antrag Kanitz*, *eod. loc.*, t. XIX, p. 611.

(4) V. Kanitz-Podangen, *Die Festsetzung von Mindestpreisen für das ausländische Getreide*.

(5) Schmoller, *Einige Worte*. Conrad, *Die Preisentwicklung der letzten Jahre und der Antrag Kanitz*, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, t. IX, p. 278 de la III^e série.

absentes peser sur les marchés où ils vendaient leurs grains en vertu de la solidarité actuelle de tout le monde civilisé (1); l'inimitié des agrariens contre la bourse doit être rapportée autant à la brusque scission (2) du capital foncier et du capital mobilier, et à l'influence croissante des pays exporteurs, qu'à des griefs sérieux contre l'*arbre empoisonné* (Giftbaum) (3).

Deux scandales, qui eurent un grand retentissement et qui se produisirent dans le commerce des grains, accentuèrent sans cesse l'hostilité des agrariens contre la bourse : Ritter et Blumenfeld excitèrent une hausse factice en écartant du marché berlinois les grains qui devaient y venir pour l'approvisionner, en faisant ce que l'on appelle des *Abschiebungen* (4). Cohn et Rosenberg louèrent tous les greniers disponibles et attirèrent des quantités considérables de grains ; les cours baissèrent de jour en jour jusqu'au triomphe de la spéculation à la hausse (5). Quelques commerçants, qui avaient, pendant quelque temps, lutté en vain faute de pouvoir loger des grains, communiquèrent à la presse les divers épisodes de cette lamentable aventure et soulevèrent ainsi des colères qui devaient bientôt indirectement les atteindre.

Les agrariens prennent à partie d'une façon toute spéciale le marché à terme, parce qu'il permet la vente à *découvert*. Ecoutons quelques agrariens considérables ; le professeur Kühn : les quantités de grains qui n'existent pas en réalité, mais sur lesquelles on opère à découvert, produisent le même

(1) Ceci est la notion exacte, que tous les agrariens obscurcissent souvent par des observations subtiles et inexactes.

(2) M. Frentzel (*Separat-Votum*, p. 6) a pu dire, avec raison, que l'importance actuelle de la bourse en valeurs de Berlin dans le trafic international provient non moins du développement extraordinaire du capital mobilier en Allemagne durant les trente dernières années que des triomphes politiques et économiques.

(3) Qualificatif donné à la bourse par un ministre prussien.

(4) Les agrariens ont fini par prendre en compassion ces deux *amants de la patrie* (spéculateurs à la hausse) par haine de la *contremine* (spéculateurs à la baisse).

(5) *National Zeitung*, 6 mars 1896.

effet qu'une importation renforcée ; les opérations à terme à découvert atteignent au plus haut point les agriculteurs, parce que la baisse du prix des grains est alors beaucoup plus sensible que sans cette influence désastreuse (1). Le comte de Kanitz-Podangen : « les fonctions de l'offre et de la demande sont aujourd'hui souvent troublées, d'un côté, par l'augmentation artificielle de l'offre à l'aide d'immenses quantités feintes de marchandises inexistantes, d'un autre côté, parce que les marchandises sont artificiellement écartées du marché, afin de faire diminuer l'offre » (2). Le député Schwarze : « A la bourse de Berlin, on spéculé surtout à la baisse ; un haussier n'y peut tenir... Le marché à terme a le désavantage pour l'agriculteur de multiplier l'offre durant les mauvaises heures. Si on prévoit une médiocre récolte, la bourse, par suite des offres de vente (à découvert) a la même apparence que si de grosses récoltes étaient prévues » (3). Le député de Frege-Abtnaundorf : « Ces qualités (déclarées livrables par les *conditions* des marchés à terme en grains) sont si minimes que le marché effectif ne peut les utiliser, mais la spéculation à terme s'en sert pour remplir les engagements et est justement en mesure, par suite des qualités minimes, de faire avec une seule et même quantité de marchandises, beaucoup de marchés à livrer, bien que personne ne prenne volontiers les marchandises » (4).

Réserveons notre attention plus spéciale aux idées d'un journaliste, M. Klapper, qui, imbu de tous les préjugés du parti agraire, nous indiquera les espérances de la campagne d'une façon plus générale : « Ce que nous voulons, dit-il, c'est retrouver comme bases du prix des grains les facteurs seuls

(1) Das Verbot des börsenmässigen Terminhandels in Getreide und Mühlenfabrikaten (*Zeitschrift der Landwirthschaftskammer für die Provinz Sachsen*, mai 1896, p. 165).

(2) Séance du Reichstag, 9 janvier 1896.

(3) *Eod. loc.*, 30 avril 1896.

(4) « Bericht ueber die XX Plenarsammlung des deutschen Landwirthschaftsraths : Massnahmen gegen die Missbräuche der Spekulation in Getreidehandel ». Berlin, 1892, p. 559.

autorisés par l'économie politique : prévisions réelles, besoins réels ; avec comme but final : de ramener une hausse du prix des céréales, correspondant à la situation réelle du marché allemand, en écartant les offres déprimantes de grains n'existant que sur le papier et l'oppression du marché, conséquence des purs marchés différentiels » (1).

Il serait difficile d'opposer une fin absolue de non-recevoir à toutes les plaintes des agrariens ; il serait beaucoup plus difficile de les écouter en leur totalité.

Sans doute, le marché à terme est une arme dangereuse ; le joueur, un terrible ennemi de la société puisqu'il fausse généralement les cours et que ses gains et ses pertes sont également néfastes aux siens. Supposons qu'un agriculteur vende à livrer ses récoltes à l'instant même où François Friedmann et consorts vendent à terme des quantités considérables de blé, il ne recevra pas un prix aussi élevé que si le marché n'avait pas ressenti l'influence momentanée d'opérations ne correspondant à aucun besoin économique. Mais tous ses arguments prouvent-ils l'effet néfaste du marché à terme ? Disons, dès maintenant que, en principe, la « hausse et la baisse dépendent de la nature même des choses » ; « que ce n'est pas la spéculation à la baisse qui entraîne la chute des cours, mais la situation du marché » (2).

Les vrais motifs de la baisse des grains ont été indiqués avec exactitude par le professeur Schmoller : « Les nouveaux moyens de communication et la diminution du prix des transports ont rendu possible à elles seules qu'un rapide développement économique intervînt en des pays, à terres abondantes, vierges et bonnes, dans des conditions économiques toutes nouvelles, qui n'avaient point pris un développement complet faute d'objets à exporter. D'abord la Hongrie et les

(1) « Zur Ausführung des Börsenreform, *Fühling's landwirthschaftliche Zeitung*, 15 décembre 1896.

(2) Verhandlungen des Kg. Landesökonomie Kollegiums : Reform der Produktenbörse, Referat von G. Schmoller (*Landwirthschaftliche Jahrbücher*, t. XXIII, p. 6).

Etats du Danube, puis la Russie, plus tard les Etats-Unis, l'Inde, l'Australie, l'Amérique du Sud en tirèrent avantage de 1850 à 1896 » (1).

La dépression des prix n'est point la conséquence d'une importation croissante et n'est point en relation avec la quantité des grains importés (2) : la concurrence entre agriculteurs capables de produire à bas prix, toute une série d'excellentes récoltes et maints autres événements ont amené une baisse constante dans les pays qui exportent des grains ; de là, le courant a traversé tout le monde et la simple possibilité d'importer d'Amérique, de Russie..... des quantités considérables à un prix déterminé a eu pour conséquence d'imposer ce prix aux marchés européens, d'amener un courant prolongé de baisse à travers tout le monde (3).

(1) Die Epochen, *Jahrbücher*, t. XX, p. 738 ; Buchenberger, *Grundzüge der Agrarpolitik*, p. 203 et s. — Louis Bamberger, dans le *Métal argent à la fin du XIX^e siècle*, Guillaumin, 1894, p. 245 : « Il est aisé de se rendre compte que l'abaissement du coût de revient, des prix de transport, aussi bien que l'ouverture de nouveaux centres de production devaient nécessairement avoir pour conséquence utile l'abaissement du prix des marchandises. » — Il faut abandonner (en ce qui concerne les céréales) l'hypothèse d'une surproduction, telle qu'elle était défendue par exemple par le professeur Sering (*Die Nordamerikanische Konkurrenz*) ; V. surtout sur l'abaissement du prix des transports maritimes l'article de Soetber : *Kosten der Beförderung der Getreide und Sinken der Getreidepreise, seit 1870* ; *Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. IX, p. 871, et sur l'augmentation des charges hypothécaires qui rendent la dépression des prix plus sensible pour les agriculteurs allemands, Buchenberger, *Die Belastung der Landwirthschaftlichen Bevölkerung durch die Einkommensteuer und die Verschuldung der Landwirthschaft im Grossherzogthum Baden*, Karlsruhe, 1896.

(2) Ce point vient encore de trouver une confirmation dans une courte étude de M. D. Zolla (*Revue des questions agricoles*, dans la *Revue Politique et Parlementaire* du 10 octobre 1897).

(3) Voir sur la crise agraire et la baisse du prix des grains un livre excellent et très sensé : *Ungarische Agrarpolitik*, Leipzig, 1897, traduction allemande d'un travail de M. Stefan von Tisza.

III

Depuis 1891, les scandales se sont succédé, en Allemagne, dans le monde des affaires, sans la moindre interruption : banqueroutes, escroqueries, abus de confiance de grands et petits banquiers eurent un extrême retentissement. En 1892, des poursuites furent dirigées, devant les tribunaux berlinois, contre un certain Polke et consorts (1) ; un acquittement, dû aux maladresses du ministère public, clôtura, après un mois de débats, la plus fantastique série d'histoires malhonnêtes. Le banquier Polke publiait, dans un journal, des réclames destinées à décider ses clients à vendre ou à acheter certains titres, alors que personnellement il y avait seul intérêt : ces réclames étaient habilement (!) déguisées sous la forme de réponses à des questions posées. Il s'agissait généralement de lancer ainsi sur le marché avec d'énormes bénéfices des valeurs fort médiocres. Avec quelle habileté Polke savait ménager des hausses insensibles et progressives par des offres de ventes à une limite sans cesse plus élevée ! Tout le monde connaît en Allemagne les trop célèbres actions de *fonte à façon* (Façonschmied), de *barres de laiton* (Messinglinie) ! Ce n'est là qu'un des multiples procès qui, commencés avec les faillites de *Maas* et de *Hirschfeld et Wolf*, vont jusqu'à la condamnation du directeur de la *Rheinisch-westfälische Bank*, Hermann Friedmann. Tous ces scandales soulevèrent l'indignation publique et empêchèrent une réforme à tête reposée.

Ajoutons à la juste colère des honnêtes gens, l'indignation des spéculateurs malheureux (2) ; M. de Ploetz, le président de la *fédération des agriculteurs allemands*, fut un des nombreux joueurs occultes avant d'attaquer le marché à terme

(1) R. Plack, *Der Prozess Polke*, Dresden, 1892.

(2) Voir Stefan v. Tisza, *Ungarische Agrarpolitik*, p. 40.

en grains comme une des principales causes des malheurs de la campagne !

Indiquons encore le violent courant de haine contre les sémites, considérés par beaucoup de personnes comme dangereux au point de vue national et, par la foule énorme des petits fonctionnaires allemands, comme très spécialement dignes d'envie.

IV

Après la crise de 1872-73, diverses personnes (1) avaient parlé de modifier non seulement la législation des sociétés par actions, mais aussi le régime des bourses ; ce mouvement, à peine dessiné, sembla se perdre. Lorsque des protestations contre des abus qui s'étaient produits à Berlin et à Hambourg dans le *trafic de bourse*, parvinrent au parlement en 1887 et en 1889, les pétitions furent renvoyées au chancelier de l'Empire et au conseil fédéral après avoir donné au conseiller Gamp l'occasion de prononcer une philippique (2).

Trois banqueroutes qui se succédèrent en quelques semaines et atteignirent surtout la petite épargne firent grand bruit en automne 1891 : trois maisons de banque, dont une assez importante, Hirschfeld et Wolf, n'avaient point respecté les titres déposés chez elles par leurs clients. Le Reichstag s'émut et prit en considération, dès le mois de novembre, deux motions, celle de M. de Cuny, visant spécialement les derniers événements et les *marchés différentiels* (3) ; celle du comte de Ballestrem, du comte de Behr-Behrendorff et du baron de Manteuffel qui demandaient : 1^o un projet de loi combattant à l'aide de dispositions civiles et pénales les abus

(1) Notamment Gareis et Perrot.

(2) Comptes rendus sténographiés du Reichstag, 16 mai 1889.

(3) *Drucksachen des Reichstages*, 8 Legislatur-Periode, I session 1890-92, n^o 531.

du marché à terme cachant une opération de jeu, « en ce qui concerne surtout les articles nécessaires à la nourriture du peuple » ; 2° la surveillance effective du gouvernement et les mesures « qui lui feraient remplir ses vrais devoirs vis-à-vis du commerce (1) ».

Le feu était mis aux poudres ; on songea à écarter de la bourse les joueurs qui ruinent leur famille et qui faussent les cours, les spéculateurs qui font fluctuer les prix par des manœuvres frauduleuses, les valeurs *exotiques* qui envahissent le marché aux heures de prospérité et dont le juste discrédit finit par engloutir une notable partie de l'épargne nationale ; on se trouva en face d'un courant d'idées très fort, causé sans doute par les événements actuels, mais surtout « par un mouvement ancien, qui partit tout d'abord des agriculteurs » et auquel « s'associèrent quelques commerçants allemands en café et quelques filateurs (2) ».

Un arrêté, en date du 16 février 1892 et signé du chancelier-général de Caprivi, nommait une commission chargée de faire une enquête sur *l'ensemble des questions relatives à la bourse*. Le président de cette commission, connue sous le nom de *commission d'enquête sur la bourse* (Börsenenquete-kommission), était M. Koch, président du comité directeur de la banque d'Empire, qui devait diriger les interrogatoires et les débats avec sa forte intelligence, son vrai savoir et une grande impartialité. Le soin de le suppléer était réservé au conseiller Gamp, intelligence assez vive, mais versatile et peu profonde, député conservateur moins désireux d'acquiescer des connaissances exactes que d'agir contre la bourgeoisie libérale (3).

Citons, parmi les membres de cette commission, le comte d'Arnim-Muskau, membre agrarien du Reichstag, esprit vio-

(1) *Ibid. loc.*, n° 528.

(2) C'est là un point auquel on ne prête pas généralement une attention suffisante ; cf. W. Lotz, *Die Börsenreform, Vortrag*, Dresden, 1897, p. 5. Nous reviendrons sur les démêlés de M. de Bismarck avec les anciens de la corporation des marchands de Berlin (1888).

(3) Son principal ouvrage est *Der landwirthschaftliche Credit*.

lent, parfois bizarre (1); M. Gustave Cohn, professeur à l'Université de Gœttingen, socialiste de la chaire, brillant écrivain, que des études sur les marchés différentiels et les bourses anglaises indiquaient pour représenter la doctrine (2); M. Frentzel, président des *anciens de la corporation des marchands de Berlin* (älteste der Berliner Kaufmannschaft), qui joua un rôle très actif, fut généralement très utile, mais soutint parfois la plus néfaste politique de concession (3); le comte de Kanitz-Podangen, un des représentants les plus remarquables et les plus écoulés du parti agraire, un *autodidacte*, selon l'expression de M. L. Bamberger, un *homme sérieux dans ses études et calme dans ses jugements* a dit le professeur Schmoller; M. Ernest de Mendelssohn-Bartholdy; le professeur Gustave Schmoller, historien célèbre des classes sociales, le représentant le plus *marquant* de l'école historique; plus tard — M. Wiener, président de chambre au tribunal d'Empire, très impartial au dire de tous les partis, très savant, très rompu aux problèmes pratiques, mais trop tourmenté, peut-être, par le désir de *faire quelque chose* (4). La commission était composée de sept fonctionnaires, sept représentants du commerce, trois banquiers, un fabricant, trois savants, six *agrariens* et un représentant de la minoterie.

Les agrariens se plaignirent de ce que les intérêts du commerce furent seuls représentés dans la commission d'enquête (Rœder), de ce que « le gouvernement avait su d'une

(1) *Die Reform der Produktenbörse*, Berlin 1894; *Ist die Börse reformbedürftig*, Berlin, 1896.

(2) Surtout *Zeitgeschäfte und Differenzgeschäfte* Iena, 1867, un article *Die auswärtigen Anleihen an der Londoner Börse* (*Zeitschrift für die gesammte Staatswissenschaft*, t. XXIII) et son premier article *Die Beiträge zur Börsenreform*, publié en 1891 dans la *Deutsche Rundschau*.

(3) Le *Separat-Votum* de M. Frentzel, petit écrit très utile, a été publié pour défendre son auteur contre des attaques violentes que n'excusent pas une très notable maladresse.

(4) V. de cet auteur, *Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtssprechung*, Berlin, 1893 et deux articles sur les dépôts en banque dans le *National Zeitung* (10 et 11 décembre 1891).

façon fort habile conserver à la tendance libérale la haute main dans le vote » (Comte d'Arnim). Les commerçants, au contraire, virent dans toute personne chargée de la *réforme des bourses, un ennemi mortel du capital mobilier*.

Il aurait, peut-être, été plus heureux d'écarter du sein même de la commission les commerçants et les plus violents agrariens, trop intéressés pour être juges impartiaux (1) ; en réalité, c'étaient les fonctionnaires et les savants qui allaient décider de l'admission ou du rejet des propositions, puisqu'ils pouvaient faire pencher la majorité d'un côté ou de l'autre ; comme les fonctionnaires allemands, imbus du principe d'autorité, ont toujours une certaine tendance à considérer une réglementation détaillée comme le meilleur remède à tous les abus, et que cette tendance est d'ailleurs très en vogue dans les pays d'Outre-Rhin, c'est elle qui allait dominer dans les décisions de la commission.

On prépara un questionnaire (2), auquel répondrait un grand nombre de personnes, capables de juger avec quelque impartialité et choisies dans le monde de la bourse, de la science, du droit et de la presse. Il s'agissait de mettre au courant de la bourse, de son fonctionnement, de ses conditions économiques les membres de la commission dont l'impartialité n'allait point sans une certaine ignorance, et, si possible, de réformer les préjugés de quelques-uns, de faire départir les représentants du commerce de leur ordinaire optimisme.

On interrogea, en effet, en posant à chacun les mêmes questions, durant cinquante-six séances, cent quinze personnes, appartenant trente-neuf au monde de la banque et de la bourse en valeurs, seize au commerce des grains, dix à l'agriculture, dix à la minoterie, neuf au commerce du café, six au commerce et à l'industrie des spiritueux, sept au

(1) Pfleger und Gschwindt, *Börsenreform in Deutschland*, première partie, p. 11 (*Münchener volkswirtschaftliche Studien*, cahier 15, Stuttgart, 1896).

(2) Traduit dans le *Bulletin de statistique et de législation comparées*.

commerce et à l'industrie du sucre, cinq à l'industrie textile, huit à la science et au droit, cinq à la presse.

L'enquête ne fut pas menée d'une façon fort heureuse (1): les séances ne furent pas publiques (2); aussi fallut-il aller *par des chemins bien rebattus* pour faire quelques pas en avant et écouter maintes fois la même chose pour en arriver à des aperçus tant soit peu nouveaux; aussi les comptes-rendus sténographiés des réponses des *experts* (3), qui n'occupent pas moins de 3600 pages in-folio, ne trouvèrent-ils point de lecteurs lors de leur subite apparition. M. de Boetticher, ministre de l'intérieur, avait espéré que « le résultat des délibérations serait de calmer les populations et de diminuer les abus (4) », il faut avouer, avec M. Ring, qu'*une vraie publicité ne fut pas atteinte* (5).

La commission d'enquête publia des exposés sur l'organisation et le fonctionnement des bourses allemandes et étrangères, qui sont parfois inexacts ou peu exacts, presque toujours sans netteté (6), toute une série de jugements sur la validité des marchés devant se résoudre par le paiement d'une différence (*Differenzgeschäfte*), et des statistiques très importantes.

(1) Voir surtout le discours de W. Lotz résumé dans les *Zeitschrift für Volkswirtschaft, Socialpolitik und Verwaltung*, t. III, p. 406; le premier article de M. Weber sur *Die Ergebnisse der Börsen-enquete-kommission* (*Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XLIII, p. 89); Pfleger und Gschwindt, *Börsenreform*, 1^{re} partie, p. 11.

(2) On craignait que les experts pris à parti successivement n'osassent point s'exprimer avec une entière liberté (Ad. Endemann, *Das Börsengesetz*, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, III série, t. XIII, p. 373).

(3) Ces comptes rendus sténographiés sont d'une haute valeur; nous en donnerons maintes fois de courts extraits. Les répétitions, les quiproquos, les erreurs y sont malheureusement fréquentes; nous avons dû contrôler maintes assertions contradictoires ou douteuses; nous croyons que l'on n'a pas assez utilisé tout ce *matériel* si riche; nous regrettons qu'il n'en ait été publié aucun extrait impartial.

(4) Material, *Sitzungsprotokoll*, p. 4.

(5) *Archiv für bürgerliches Recht*, t. VIII, p. 279.

(6) Le *Bulletin de statistique et de législation comparées* a donné une traduction de l'exposé relatif aux bourses en valeurs et produits de Berlin (t. XXXV et XXXVI).

Puis, on délibéra, on prit des décisions à la majorité des voix ; quelques membres furent chargés de préparer un exposé de motifs où l'on ne recèlerait pas les désavantages de chaque réforme. Ce sont ces décisions et ces motifs, revus et corrigés en seconde lecture, que publia le *Journal officiel* de l'Empire allemand (1). La commission avait tenu 93 séances durant un an et demi.

La commission d'enquête s'était demandé quelle part elle devait laisser à l'autonomie individuelle, quelle part faire à l'État. Elle (2) écarta également les *doctrines libérales individualistes* (le *Manchesterthum classique*) et les *doctrines d'un socialisme d'État* très nettement accentué : si elle avait écouté les *libéraux*, elle aurait tenu une intervention gouvernementale pour *superflue* ou même pour *désastreuse* ; les bourses, disaient ceux-ci, ne peuvent prospérer que sous un régime où le commerce est libre et où on le laisse suivre son développement naturel. Les abus, qui ont eu lieu à la bourse, ne sont que des formes particulières d'abus très généraux : escroqueries, jeu, etc. ; le commerce saura bien lui-même y mettre un frein. Les défenseurs d'un socialisme d'État assez avancé disaient que les plus honnêtes commerçants avaient par la force même des choses une tendance très marquée à n'apercevoir les questions qu'à leur propre point de vue, qu'un exact fonctionnement d'un organisme aussi important que le commerce intéressait non seulement les commerçants, mais tout le monde, que les abus avaient eu une gravité toute spéciale. Le seul remède, selon eux, était donc une *énergique* intervention gouvernementale.

La *majorité de la commission* se décida en faveur d'une *voie moyenne*.

Sollicitée, d'un côté, par les commerçants qui réclamaient une législation libérale, de l'autre, par les économistes du parti agraire (*Wirtschaftsreformer*) qui demandaient une

(1) Une traduction des décisions a été publiée par M. A. Raffalovich, *Le marché financier en 1893-1894*, p. 462.

(2) *Berichte und Beschlüsse der Börsenenquete-kommission*, p. 28.

sérieuse réforme, la commission d'enquête ne pouvait trouver cette voie moyenne, que recherchent sans cesse les esprits soucieux de respecter l'autonomie individuelle et d'assurer un exact fonctionnement de l'organisme social, mais devait se laisser ballotter sans cesse entre deux principes opposés.

V

A peine eut-on connaissance des décisions de la commission d'enquête que les attaques les plus violentes surgirent de toute part. Les Chambres de commerce et les corporations marchandes *prirent position* de la façon la plus hostile. La Chambre de commerce de Hambourg, dans son rapport sur l'année 1894 (1), s'exprimait en ces termes : « On peut dire, d'une façon générale, contre les propositions de la commission, qu'elles présentent pour combattre des abus réels et imaginaires, tout un énorme système ou plutôt toute une variété bariolée de moyens et petits moyens qui pourront produire un effet par voie indirecte, mais atteindront les opérations ordinaires aussi bien que les abus et produiront par leur intervention inopportune et désastreuse plus de mal qu'on ne peut attendre de bien de la suppression d'abus par une telle voie. » Au congrès des économistes autrichiens, un orateur déclarait que les décisions étaient « bâties en partie sur une haine fanatique de la bourse, une ignorance des faits et en partie aussi sur des erreurs (2). »

A l'extrême opposé, M. Baehr, conseiller au tribunal d'Empire, écrivait : « Il est inouï qu'une commission réunie pour combattre un des plus terribles maux de la société ait changé l'arme de direction et fait des propositions qui ne tendent à rien plus qu'à raffermir solidement le mal (3). » Écoulons

(1) P. 19.

(2) *Zeitschrift für Volkswirtschaft, Social politik und Verwaltung*, t. III, p. 408.

(3) *Grenzboten*, 1894, p. 336.

aussi le comte d'Arnim-Muskau (1) et M. Ruhland (2): « Il est bien connu que, par suite de la composition spéciale de la commission d'enquête, la majorité n'était malheureusement pas favorable à une réforme telle que nous devions la désirer dans l'intérêt général. » « La position, que les décisions officielles ont cru devoir prendre, avait pour but, avant tout, de ne point porter atteinte à l'état actuel des choses. »

Les meneurs du parti agraire multiplièrent les conférences et trouvèrent de nombreux auditeurs : la baisse du prix des céréales s'accroissait de jour en jour !

Dans sa séance du 19 avril 1894, le Reichstag pria le conseil fédéral de présenter un « projet de loi sur la base des décisions de la commission d'enquête. » Une loi impériale pouvait intervenir puisque, d'après l'article 4 n° 13 révisé de la Constitution de l'Empire allemand, « le droit civil » est du domaine de la législation fédérale (3).

Le 3 décembre 1895, le Chancelier transmettait au Reichstag le projet d'une loi sur les bourses ; comme on s'était étonné de toutes parts de ne point trouver dans les décisions de la commission extra-parlementaire la moindre disposition sur la question des dépôts en banque, *la plus importante et la plus brûlante de toutes* (Lubszynski), le conseil fédéral présentait dans le même acte (4), le projet d'une loi « concernant les devoirs des commerçants qui conservent les titres d'autrui ».

Les deux projets de loi vinrent en première lecture devant le Reichstag le 9 janvier 1896 ; voici, en quelques mots, quelles positions prirent en cette circonstance les différents partis politiques (5).

(1) *Die Reform der Produktenbörsern*, p. 3.

(2) *Zur Aufhebung der Blanko-Termingeschäfte in Getreide*, p. 3.

(3) G. Meyer, *Lehrbuch des deutschen Verwaltungsrechts*, t. I, p. 455 ; cf. article de la constitution.

(4) *Druksachen des Reichstags*, Législature-période, IV^e session, n° 14.

(5) V. R. Ehrenberg, *Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung*, p. 197

Tous les agrariens, toute la droite et une grande partie du centre droit, surtout les *Wirthschafts und Steuerreformer* (économistes conservateurs, agrariens) firent tous leurs efforts pour faire accentuer encore la réglementation assez stricte proposée par la commission d'enquête et la commission fédérale. A l'extrême opposé, les socialistes démocrates « assistèrent à la réforme de la bourse en observateurs tranquilles et froids ainsi que des gens qui, en tiers riant, accepteraient la succession du capitalisme sous bénéfice d'inventaire » (1) ; « leur attitude sembla modérée et conciliante en comparaison de celle des démagogues de la droite » (A. Rafalovich) ; les disciples de Lassalle prirent la défense de quelques institutions existantes, autant pour protéger la masse du public dont l'intérêt se trouvait directement en jeu que pour continuer leur opposition systématique à tous les actes des conservateurs.

L'*Union libérale*, le *Parti libéral du peuple* défendirent les intérêts du commerce : si leurs protestations prirent une fois une forme malheureuse, si le député Meyer crut utile d'employer en de telles circonstances, paradoxes et formes paradoxales (2), la sagesse, les vérités économiques trouvèrent leur expression dans un remarquable discours de M. Barth (3).

Au sein du parti *National-libéral*, à éléments si hétérogènes, se produisit un mouvement agrarien nettement accentué ; si on y prit « par avance une position favorable à la réforme de la bourse » (M. de Cuny) (4), on céda aux instances de la droite pour ménager les électeurs de la campagne sur un terrain où les concessions paraissaient plus aisées et moins néfastes : toute réglementation très stricte porterait,

et s. et surtout les débats parlementaires dans les comptes rendus sténographiés des séances du Reichstag.

(1) Schönlank, séance du 10 janvier 1896.

(2) *Stenographische Berichte der Sitzungen der Reichstags*, séance du 9 janvier 1896.

(3) *Eod. loc.*, séance du 9 janvier 1896.

(4) *Eod. loc.*, séance du 10 janvier 1896.

peut-être, une certaine atteinte au commerce ; mais elle supprimerait aussi le jeu de bourse dans de sérieuses limites.

Jamais peut-être la *bêtise* (Dummheit), pour employer l'expression un peu vive de M. L. Bamberger(1), ne joua un pareil rôle : le discours que prononça contre la bourse M. Bachem (2), un des chefs du *Centre*, peut compter parmi les discours les moins sensés de l'histoire parlementaire.

Dans les séances du Reichstag des 9, 10 et 11 janvier 1896 (3), la droite applaudit l'exposé du ministre du commerce et le discours du comte de Kanitz-Podangen ; les orateurs se succédèrent à la tribune pour indiquer leurs critiques générales ; on essaya le terrain ; les ennemis de la bourse se sentirent les maîtres de la situation.

Une commission parlementaire fut nommée ; elle proposa plusieurs modifications au projet primitif et accentua encore la réforme (4). Quelques membres du Reichstag présentèrent des amendements, dont le plus notable est celui de MM. Fuchs et Schwarze (5), qui demandaient l'interdiction du marché à terme de bourse en grains et produits de la minoterie sur toute l'étendue de l'Empire allemand.

Le 28 avril suivant, la loi des bourses venait devant le Reichstag en deuxième lecture ; les dispositions en furent alors discutées article par article ; on vota quelques modifications proposées par la commission parlementaire ou par des députés et, par deux cents voix contre trente-neuf, l'amendement Fuchs-Schwarze : quelques membres de l'*union libérale*, du *parti libéral du peuple* et du *parti socialiste-démocrate* formèrent la minorité. Toutes les personnes qui ne trouvaient point que *la suppression du marché à terme en grains fût un grand malheur* et qui voulaient faire avances ou concessions

(1) *Der Kampf mit der Dummheit*, *Die Nation*, 21 août 1897.

(2) Séance du Reichstag, du 1^{er} mai 1896.

(3) Voir les *Stenographische Berichte der Sitzungen des Reichstages*.

(4) *Drucksachen des Reichstages*, 9 *Legislatur-Periode*, IV^e session, n° 246.

(5) *Eod. loc.*, n° 291.

à la droite, preuve de *Bauernfreundlichkeit*, formèrent le plus notable appoint de cette énorme majorité, que rien ne pouvait laisser présager.

La troisième lecture du projet de loi fut presque dénuée d'intérêt : l'accusation lancée contre le député de Ploetz, président de l'*alliance des agriculteurs allemands*, jeta seule une note à la fois instructive et divertissante dans les débats.

Les commerçants espérèrent que le conseil fédéral ne laisserait pas mettre en vigueur une loi si contraire à leurs intérêts ; ils furent vite détrompés ; la loi de dépôt ayant été votée en deuxième et troisième lectures le 17 juin, la loi des bourses fut promulguée le 22 juin et la loi de dépôt le 5 juillet.

Huit jours après la publication de la loi de dépôt, le *Journal des lois d'Empire* publia diverses *rectifications* au texte primitif, sans qu'aucune signature vint leur donner un caractère authentique. Le secrétariat du Reichstag avait, dit-on, communiqué un texte de loi inexact. « La loi qui aurait dû être publiée n'était-elle point nulle et celle qui était valable était-elle promulguée ? » (1) Les *rectifications* auraient dû, pour le moins, être signées par le chancelier. Peut-être invoquera-t-on, un jour, devant les tribunaux, l'illégalité de la promulgation et de la publication de la loi de dépôt au point de vue du droit constitutionnel ?

La loi de dépôt entra en vigueur le 30 juillet 1896 ; quant à la loi des bourses, elle disposait en ces termes dans son article final (§ 82) :

« Cette loi entre en vigueur le 1^{er} janvier 1897.

Les dispositions contenues dans les articles 54 à 65 (registre de bourse) entrent en vigueur le 1^{er} novembre 1896. Pour les inscriptions au registre de bourse, prises jusqu'à la fin de l'année 1896, on devra suivre les dispositions de l'article 65 (établissement d'une liste générale) après le commencement de l'année 1897.

(1) Riesser, *Bankdepotgesetz*, Berlin, 1897, p. 6.

La disposition contenue dans l'article 39 (admission au *marché* des valeurs d'entreprises privées transformées en sociétés par actions un an après cette transformation) entre en vigueur le 1^{er} juillet 1896.

La conclusion de marchés à terme de bourse (1) n'est permise que jusqu'au 1^{er} janvier 1897 ; les opérations conclues jusqu'à ce jour devront être réglées à cette époque (2) ».

VI

En automne 1896, le spirituel Pluto montrait fort bien les commerçants occupés à chercher quelque lieu de sûre retraite ou quelque porte de sortie, les ennemis de la bourse inquiets, craignant que tout le mur dont ils avaient laborieusement entouré leurs adversaires ne fût franchi ou tourné, enfin le conseil fédéral disposé à assurer le respect de la loi, si toutefois on voulait bien lui venir en aide, lui dire ce qui était permis et ce qui était défendu (3).

Les commerçants en grains de Berlin furent les premiers à prendre conseil des avocats ; ils préparèrent des formulaires de *marchés à livrer du droit commercial* qui, tout en respectant les dispositions légales, permettraient la persistance de l'ancien trafic sous des formes à peine nouvelles. Grandes et petites banques, loin de s'entendre, rompirent entre elles : les esprits perplexes restèrent longtemps dans l'inaction.

(1) Il faut lire : « la conclusion de marchés à terme de bourse en grains et produits de la minoterie et en valeurs industrielles et minières », il y a là une ellipse qu'aurait dû éviter un législateur même fort pressé et peu soigneux.

(2) La rétroactivité de la loi en ce qui concerne les marchés à terme conclus même avant sa promulgation pour une date ultérieure au 1^{er} janvier 1897 nous montre de la façon la plus nette combien le parti agraire respecte peu les droits les plus indiscutables des commerçants et les principes fondamentaux de notre législation moderne.

(3) *Vor dem Börsengesetz, Zukunft*, t. XVII, p. 428. — Voir aussi Brömel, *Der deutsche Getreidehandel unter agrarischem Regiment*, *Die Nation*, 24 octobre 1896.

L'*association des agriculteurs allemands* ne pouvait laisser passer une aussi bonne occasion d'entourer le gouvernement de ses excellents conseils (1) : la loi doit être mise en vigueur de la façon la plus stricte ; les chambres d'agriculture doivent avoir leurs représentants dans les comités directeurs des bourses de produits ; il faut imposer aux commerçants en grains une déclaration de provenance toutes les fois qu'ils n'opéreront point en disponible : la volonté du législateur est d'empêcher tous marchés à découvert ; le conseil fédéral doit prendre des mesures en ce sens ; au besoin, que l'on vote une novelle à la loi des bourses. Les agrariens ne se sentaient point encore dans un *palais de fées*, a-t-on dit depuis lors avec malice.

Le 9 octobre, on publiait un règlement du conseil fédéral « relatif à la tenue des registres de bourse et l'établissement d'une liste générale » et, le 11 décembre, un règlement du même conseil « relatif à l'admission des valeurs au trafic de bourse ».

Vers la fin de l'année 1896, de nombreux règlements de courtage et de bourse étaient agréés et publiés ; mais les discussions entre le gouvernement prussien et les organes commerciaux n'ayant pris fin que dans les derniers jours de décembre, les nouveaux comités de bourse n'étaient point encore élus le 1^{er} janvier 1897 : les cours furent fixés durant quelques séances d'une façon illégale.

Les bourses en produits de Berlin et de la presque totalité des villes prussiennes durent fermer dans les premiers jours de 1897 ; les commerçants en produits doublement irrités de se voir soumis à la surveillance des représentants des chambres d'agriculture et d'avoir à supporter de terribles atteintes dans leurs affaires, prétendirent s'assembler sans contrôle en quelque local privé, notamment dans le *palais des fées*, et y continuer leur trafic.

M. Brefeld, le nouveau ministre du commerce pour le

(1) « Eingabe und Denkschrift des Bundes des Landwirthe in Sachen der Neuordnung der Produktenbörse ».

royaume de Prusse, fut aussitôt interpellé par les agrariens ; selon ceux-ci, il fallait agir avec vigueur et fermer de suite le *palais des fées*. Le gouvernement répondit que les réunions des commerçants en grains berlinois étaient certainement illégales, mais qu'il serait maladroît d'empêcher toute entente et de brusquer les choses ; d'ailleurs, les prix auxquels on trafiquait sur le marché de Berlin n'avaient plus leur ancienne importance.

Les agrariens demeurèrent assez calmes durant trois mois : ils espéraient voir les commerçants, fortement atteints dans leur trafic, mettre terme eux-mêmes, à la situation actuelle ; durant ce temps s'élevèrent en tous milieux de longues discussions sur la légalité des réunions du *palais des fées* ; le trafic à livrer sur les grains sut prendre une importance presque identique à celle de l'ancien *trafic à terme de bourse*.

Mais l'*association des agriculteurs* perdit patience ; elle envoya une longue lettre de protestations au chancelier de l'Empire ; elle apercevait fort bien qu'elle avait pris des ombres pour des réalités ; elle interprétait à sa façon les textes de la loi ; « on doit être prêt, disait-elle en terminant l'exposé de ses plaintes, à mettre un terme, non point plus tard, mais de suite, à la situation présente (2) ».

Le 11 mai, M. d'Achenbach, premier président pour la province de Brandebourg, sommit le comité directeur de l'association des commerçants berlinois en grains et produits de remettre, dans les trois semaines, pour le faire agréer, un règlement de bourse. L'association ne tint aucun compte de cette injonction : ce n'était peut-être qu'une simple menace, les déclarations de M. Brefeld pouvaient le laisser croire ; on était décidé à une résistance acharnée.

Un mois venait de s'écouler, lorsque le président ordonnait la fermeture du *palais des fées* : cette mesure arrivait quelques jours après que les commerçants en produits de Mag-

(1) *Stenographische Berichte der Sitzungen des preussischen Abgeordnetenhauses*, janvier 1897.

(2) *Zur Durchführung des Biersengesetzes*, 11 avril 1897.

debourg eussent obtenu *une entente honorable*, et eussent rouvert la bourse sur les instances des agriculteurs et loin de leur surveillance !

Qu'allaient faire les commerçants berlinois en produits ? Introduire une action devant les tribunaux administratifs et continuer leur trafic au *palais des fées* jusqu'à l'intervention d'un jugement, ainsi que se le figurait, sans doute, le gouvernement ? Se réunir au *marché du matin* pour y causer de leurs affaires et se livrer au trafic dans leurs bureaux, grâce surtout au téléphone ? Le comité directeur choisit une solution mixte ; il intenta une action et ferma les portes des salles du *palais des fées* : la police pourrait invoquer un jour quelque motif grave pour interdire les réunions (1) ; il fallait d'ailleurs changer de tactique. Les commerçants en produits se réunirent, en majeure partie, au marché du matin.

Dans la séance de la Chambre prussienne des représentants du 25 juin, les agrariens, furieux de voir leurs adversaires demeurer si opiniâtres, interpellèrent encore le ministre du commerce. Le député Ring s'étonna de la faiblesse du gouvernement : le *marché du matin* est une bourse qu'il faut traiter de la même façon que le *palais des fées*. M. Brefeld répondit que si le *marché du matin* n'était pas une bourse, peut-être changerait-il de caractère avec l'affluence des commerçants en produits. La fermeture du *palais des fées* a été ordonnée pour amener une décision sur la question controversée : Qu'est-ce qu'une *bourse* au sens de la loi du 22 juin 1896 ? L'état actuel des choses est des plus regrettables. « Comptez sur mes efforts pour rétablir un trafic légal des produits ». Après cette assurance, après quelques discours et quelques observations, les débats furent clos.

Le comité directeur du *marché du matin* déclara ne plus autoriser l'entrée du lieu de réunion aux personnes qui ne se livreraient pas à un trafic effectif et défendit de communi-

(1) Cf. *Code général pour les Etats prussiens*, II^e partie, titre 17, art. 10.

quer des prix aux représentants de la presse : il ne voulait point que le caractère des réunions changeât et que l'on pût parler sérieusement de considérer leur refuge comme une *bourse* ; l'autre mesure était une déclaration de guerre à mort à ceux qui avaient voulu les forcer à se rendre à merci. Le gouvernement et les Chambres d'agriculture cherchèrent à remédier à l'absence de tous renseignements sur la situation actuelle et prévue du marché : de nombreux journaux publièrent les cours les plus fantaisistes !

Ne pourrait-on pas aboutir à un accord ? Le comité directeur de l'association des commerçants berlinois en grains et produits se montrait quelque peu conciliant puisqu'il acceptait, en principe ; la représentation des agriculteurs dans le comité directeur de la bourse en produits ; mais il réclamait pour les visiteurs de la bourse le droit de les choisir parmi les agriculteurs qui seraient admis à la bourse.

Le 10 juillet, les représentants de l'association et de la corporation des marchands rencontraient les délégués de la Chambre d'agriculture du Brandebourg : on discuta trois heures sur la composition du comité directeur de la bourse ; personne ne voulut céder ; une entente fut donc impossible.

Depuis lors, chacun attend avec impatience le résultat des délibérations de la Chambre d'agriculture du Brandebourg qui tient toujours à avoir ses délégués dans le comité directeur de la bourse : celle-ci cédera-t-elle un jour ? Le gouvernement, revenant à une plus saine interprétation de la *loi sur les Chambres d'agriculture*, et désireux d'en finir, lui forcera-t-elle la main ? Lorsque l'accord sur cette question particulière sera certain, une concession aussi modeste paraîtra-t-elle suffisante aux commerçants ?

On peut d'autant plus en douter que tout dernièrement l'ingéniosité des commerçants a trouvé son expression la plus heureuse : ceux-ci ont loué un hôpital désaffecté, y ont organisé tout un système de petits bureaux où ils se tiennent à certaines heures, tandis que courtiers et membres du comité directeur de la bourse circulent sans cesse pour re-

cueillir les ordres et surveiller le trafic. Un événement tout récent, l'intervention d'un jugement du *tribunal du cercle* reconnaissant la légalité des réunions du *palais des fées* a affermi encore la résistance du commerce : « l'on ne retournera à la bourse de produits, nous écrit-on de Berlin, que si l'on supprime dans le règlement de bourse les dispositions humiliantes pour le commerce et si l'on assure, par de sérieuses garanties, le maintien du *marché à livrer* tel qu'on le pratique à l'hôpital de la rue du Saint-Esprit ».

Exposons brièvement la situation des parties intéressées dans la question de la réforme des bourses, telle qu'elle était au commencement d'octobre 1897.

Les banquiers continuaient leur sourde opposition à la loi ; ils en respectaient le texte ; ils n'en respectaient point l'esprit : ils s'étaient fait une existence plus nouvelle en apparence qu'en réalité ; lorsqu'ils avaient trouvé un moyen de poursuivre sans grandes modifications et sans graves atteintes leur ancien trafic, ils protestaient cependant, par principe et dans la crainte de rencontrer quelque jour une disposition impossible à tourner.

Les *commissionnaires* (les mandataires des spéculateurs) et les courtiers en produits ont été terriblement atteints sur plusieurs marchés et surtout à Berlin. Quelques riches commerçants de cette dernière ville ont pris en commisération les personnes déclassées en quelques mois ; ils ont constitué un fonds de secours et assurent aux plus malheureux le pain nécessaire jusqu'à la fin de la crise actuelle. D'autre part, les commerçants en marchandises effectives n'ont souffert sur aucune place ; les commerçants en grains effectifs gagnent beaucoup d'argent : ils dictent les cours, leurs clients leur sont livrés sans défense et sans sérieux moyen de contrôle.

En général, dans le commerce, les esprits sont aigris ; tourner la loi est devenu de règle : les hommes les plus scrupuleux sont forcés de suivre les autres sur le terrain où ils les entraînent, pour ne point leur laisser le champ libre !

Les agrariens ne cachent point leur mécontentement con-

tre le gouvernement, qui a perdu dans l'inaction le temps le plus précieux et se refuse à employer les seuls remèdes utiles : *fermer le marché du matin, imposer la déclaration forcée* dans le trafic des grains (1). Les petits agriculteurs se montrent assez mécontents de la lutte actuelle qui leur enlève la faculté de vendre leurs grains à de bonnes conditions : leur complète ignorance, en ce qui concerne le grand commerce, empêche sur ce point une sorte de scission dans le parti agraire.

Quant au gouvernement, il désire une entente ; ses sentiments penchent assez nettement du côté des commerçants ; mais les agrariens protestent sans cesse et, pour leur céder sur quelques points, le ministre ranime sans cesse l'animosité réciproque.

Les heures d'existence semblent comptées à la loi des bourses, bien que le moment de son abrogation ne soit point encore venu : « il y a actuellement une sorte d'armistice, interrompue de temps en temps par de simples combats d'avant-gardes ».

(1) V. différents articles dans le *Neue deutsche Zeitung* ; cf. Ruhland, *Reform der Getreidebörse, Die Zukunft*, 23 oct. 1897.

PREMIÈRE PARTIE

CHAPITRE PREMIER

LES BOURSES DE VALEURS ET DE COMMERCE ET LEUR RÔLE ÉCONOMIQUE.

- I. — Les marchés, les foires et les bourses. — Qu'est-ce qu'une bourse ? Définition ; signes caractéristiques : de la disparition progressive du trafic effectif dans la grande majorité des bourses.
- II. — Rôle économique des bourses : ce sont des marchés centraux où se concentre l'activité commerciale et, d'autre part, l'offre et la demande sur certaines marchandises. — Fonction économique de la spéculation de bourse : égalisation des cours dans le temps en bouleversant des relations originelles ; facilitation du trafic.
- III. — Rôle économique et fonctions des bourses en marchandises. — Le grand commerce dans notre civilisation contemporaine, sa fonction ; l'égalisation des prix à travers le temps et l'espace avec un moindre souci d'une répartition toujours exacte des marchandises elles-mêmes ; de la clause : port d'ordre. — Les bourses en marchandises sont les régulateurs du prix des marchandises ; la spéculation dans les bourses en marchandises.
- IV. — Rôle économique et fonctions des bourses en valeurs : histoire du développement des valeurs mobilières ; établissement d'un taux moyen de l'argent épargné en un moment déterminé ; de la spéculation dans les bourses en valeurs.

I

Les habitants d'une contrée prirent de fort bonne heure l'habitude de se réunir à des époques plus ou moins nettement déterminées, généralement en des endroits consacrés à une divinité commune, pour y faire leurs échanges, s'y procurer les objets dont ils avaient besoin, y céder ceux qui leur étaient inutiles (1). Chacun y trouva son compte. Dans une civilisation même primitive, ces marchés (2) nous présentent déjà l'image d'une certaine concentration de l'offre et de la demande. Cette habitude se perpétua lorsque les villages se formèrent autour ou non loin de ces marchés.

Les fêtes de quelque importance attirèrent de nombreux et plus lointains visiteurs ; consommateurs, producteurs et commerçants profitèrent de cette concentration momentanée pour acheter ce dont ils avaient besoin, vendre le produit de leur activité ou se livrer au trafic ; on eut alors d'une part les marchés quotidiens ou hebdomadaires (*Wochenmärkte*) et, d'autre part, les marchés bisannuels ou annuels (*Jahr-märkte*).

Les marchés annuels gagnèrent en importance. On semble avoir réservé, en Allemagne, au seizième siècle, l'expression plus spéciale de *foires* (*Messen*), aux marchés servant au *grand commerce* et avoir conservé l'expression primitive pour les réunions plus fréquentes où se faisait le *petit commerce*.

Au cours du XVI^e siècle, un profond changement se produisit dans le commerce de l'Europe ; on découvrit l'Améri-

(1) Goldschmidt, *Handbuch des Handelsrechts*, 3^e édit., t. I, p. 24.

(2) Art. *Maerkte und Messen* de Rathgen dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften* ; Lexis, chapitre *Handel* dans *Schöenberg's Handbuch der politischen Oekonomie*, t. II ; Sur les marchés, Rathgen, *Die Entstehung der Märkte in Deutschland*, Strasbourg, 1881 ; sur les foires, le travail capital de Hasse, *Geschichte der Leipziger Messen*, Leipzig, 1885.

que et la route des Indes ; le change prit un développement considérable ; les relations de place en place devinrent plus fréquentes et souvent régulières ; on fonda des entreprises de transport. Le commerçant cessa peu à peu d'accompagner ses marchandises ; le contrat de commission, les commandes par lettres prirent une extrême importance (1).

Certaines villes où l'on trafiquait régulièrement apparurent alors comme des centres permanents de grand commerce, comme des espèces de foires permanentes. On donna le nom de bourses (2) aux endroits où se concentrait à certaines heures de la journée l'activité commerciale de la cité.

C'est cette institution, profondément transformée dans le dernier quart de ce siècle, qui joue dans notre vie moderne un rôle fondamental.

On appelle *marchés* les endroits où les producteurs se trouvent généralement (3) en présence des consommateurs eux-mêmes et amènent en nature les objets qu'ils désirent vendre. La fonction économique des marchés est l'approvisionnement d'une seule ville ou d'un seul village et de ses environs immédiats (4).

Les foires sont des réunions où le commerce prend un certain développement (5), où se rencontrent assez rarement producteurs et commerçants venus souvent de pays lointains et où l'on opère tantôt sur des marchandises présentes en

(1) V. dans Schmoller, *Die geschichtliche Entwicklung der Unternehmung, Jahrbücher für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft* Jahrg. XVI, p. 939, un de ces exposés incidents, courts et riches dont le maître a le secret.

(2) Richard Ehrenberg, *Boerse in Brugge. Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XXXII, p. 43.

(3) Emminghaus, *Märkte und Messen. Vierteljahrschrift für Volkswirtschaft und Kulturgeschichte*, V Jahrg., t. I, p. 74.

(4) Scholz, *Der Wochenmarkt* (article dont un grand nombre de données sont inacceptables), *Vierteljahrschrift für Volkswirtschaft und Kulturgeschichte*, V Jahrg., Band I, p. 29.

(5) Emminghaus, *Maerkte und Messen*, p. 79, complète très bien la notion générale fournie par Roscher : marché « pour le grand commerce. »

nature, tantôt sur des échantillons (1). Leur rôle économique est de permettre une répartition plus exacte des produits dans une province, plusieurs provinces ou même plusieurs pays. Les foires ont joué en Allemagne un rôle fort important ; au XV^e siècle, on appelait celles de Leipsick *un des piliers du commerce européen* (2) ; les chemins de fer les ont condamnées sinon à disparaître, du moins à perdre la plus grande partie de leur importance dans notre civilisation actuelle.

Les foires demeurent nécessaires, d'une façon plus spéciale, pour les marchandises qui, ainsi que les fourrures, ne peuvent être vendues sur échantillons, et.... pour les maisons auxquelles on n'achète pas volontiers sur échantillons (3).

Les bourses sont des « réunions périodiques, le plus souvent quotidiennes, de négociants et de personnes prenant part au commerce dont le but est la conclusion d'affaires commerciales sans présentation, transmission et paiement immédiats de la marchandise (4) ». C'est là une définition toujours générale, mais plus exacte et plus claire que les traductions presque textuelles de l'article 79 de notre code de commerce, adoptées en Allemagne par plusieurs règlements de bourse (5).

(1) Plus simple, mais aussi moins complète la définition de Hasse, *Leipziger Messen*, p. 6 : « marché où, en certains temps, en certaines villes, se fait le grand commerce entre différents pays ou provinces. »

(2) Hasse, *Leipziger Messen*, p. 2.

(3) Schmoller, *Zur Geschichte der deutschen Kleingewerbe in XIX Jahrhundert*, Halle, 1870, p. 220. — La persistance des foires, assez tardive en Allemagne, est, selon nous, une des causes de la levée actuelle de bouchers contre « l'intermédiaire entre la consommation et la production » (Zwischenhandel).

(4) Richard Ehrenberg, *Das Zeitalter der Fugger*, t. I, p. 50. Il ne s'agit point ici d'une définition de l'expression *bourses*, suivant le sens que lui a donné le législateur allemand.

(5) *Börsenordnung für die Korporation der Kaufmannschaft zu Berlin*, 7 mai 1825 : « Art. 1^{er} : La bourse est la réunion ayant lieu, avec l'assentiment du gouvernement, de commerçants, courtiers, conducteurs et au-

Les bourses se distinguent des foires surtout par leur fréquence, par l'absence presque absolue d'objets en nature, par la présence presque exclusive de commerçants, d'habitants de la place ou de ses environs immédiats.

Les réunions de bourse ont lieu, généralement, tous les jours ouvrables (1) et selon la remarque très juste de Roscher, *au milieu des heures de travail* (2). Les visiteurs de la bourse voient généralement leur activité se concentrer dans les quelques heures de bourse.

On opère à la bourse sur des échantillons ou sur des types ou qualités fixées par les usages ; toutes les *marchandises de bourse* (Boersenwaaren) (3), ont un caractère fongible plus ou moins nettement accentué (4) ; le transfert immédiat des *marchandises*, y est inconnu, celui des *valeurs* fort rare (5).

Les visiteurs des bourses sont généralement des commerçants achetant pour revendre (6).

tres personnes pour faciliter les opérations commerciales de toutes sortes. *Gesetzsammlung für die Kg. preus. Staaten*, Jahrg., 1825, n° 943.

(1) Lexis dans *Schænberg's Handbuch*, t. II, p. 842 ; R. Ehrenberg, *Fugger*, t. I, p. 50 ; Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 476. La bourse en produits de *Grimmen* (Prusse) est ouverte tous les quinze jours depuis le 1^{er} septembre au 1^{er} mai, une fois en juillet (*Material der Børsen-enquete-Kommision : die hauptsächlichsten Børsen*, p. 27). Si nos renseignements sont exacts, il ne s'agit là que d'une vraie foire de grains.

(2) *System der Volkswirtschaft : National-Oekonomie des Handels-und Gewerbefleisses*, 2^e éd., 1881, p. 469 ; cependant, il y a des bourses du matin (Frühbörse), des bourses du soir (Abendbörse).

(3) « Les marchandises de bourse sont, en dehors des valeurs, de préférence les choses qui sont facilement transportables, répondant à des nécessités générales et pour lesquelles on ne considère que la quantité ou simplement une gradation de valeur (Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 429).

(4) Roscher, *Handel*, p. 469 ; R. Ehrenberg, *Zeitalter*, t. I, p. 50.

(5) Voir Lexis dans *Schænberg's Handbuch*, t. II, p. 843 : les différences essentielles entre un *marché* de produits et une *bourse* de produits consistent en ce que les opérations faites sur le *marché* ont pour objet des *marchandises* qui se trouvent actuellement dans la halle du marché, tandis que les opérations faites à la bourse visent des *marchandises* emmagasinées ou prêtes à être exportées ou bien encore sont des *marchés* à terme.

(6) « A la bourse trafiquent uniquement des commerçants ou presque uniquement » (Max Weber, *Die Börse, Göttinger Arbeiterbibliothek*, t. I, cah. 2 et 3, p. 21).

Si les étrangers sont presque partout admis à fréquenter la bourse, ce n'est, en réalité, qu'à titre absolument exceptionnel ; le public ordinaire d'une *bourse* se compose de personnes demeurant dans la ville même ou ses environs immédiats (1).

Il est aisé de définir les *opérations de bourse* en prenant pour base leur exemple typique : le *marché à terme*, et de distinguer les bourses des marchés et foires « par une particularité, qui leur est très spécialement propre et qui peut être indiquée comme le signe caractéristique du commerce en bourse » : « tandis que, sur les autres marchés, des marchandises individuellement déterminées sont l'objet de trafics, à la bourse, les opérations sont faites sur des quantités fixes d'espèces fixes » (2).

Mais, comme l'avoue notre auteur lui-même, c'est là une caractéristique, qui ne répond nullement à quelque chose de réel dans l'organisation actuelle du commerce : les opérations sur échantillons persistent vivaces en de nombreuses bourses (3).

Cette identification du *marché à terme* et de l'opération en *bourse*, actuellement inexacte, inexacte dans la période historique, qui nous a précédé, sera-t-elle vraie dans vingt, trente ou cinquante ans ? Sans vouloir anticiper sur l'avenir, disons que, sur les places allemandes, le commerce *effectif*

(1) Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 426. — La bourse des marchandises de Cologne, très calme en temps ordinaire, prenait une importance assez considérable un jour par semaine, lorsque les commerçants des nombreuses et considérables villes voisines y venaient pour s'y retrouver, « s'y couvrir », etc. (Cf. K. Wiedenfeld, *Der deutsche Getreidehandel, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, III^e série, t. XI, p. 648) : c'était là un cas exceptionnel. Est-il nécessaire d'ajouter que peu importe que la réunion ait lieu dans un endroit public ou fermé (Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 426 ; Lexis dans *Schaenbergs Handbuch*, t. II, p. 842).

(2) Struck, art. *Börse* dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*.

(3) H. Schumacher, *Die Getreidebörsen in den Vereinigten Staaten von Amerika. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 3^e série, t. X, p. 161.

en grains passe de plus en plus de la bourse dans les bureaux des commerçants et que l'époque actuelle y apparaît plutôt comme une période transitoire : on semble, en Allemagne, n'avoir plus guère souci de *trimballer* à la bourse des échantillons et de faire ses calculs *de tête*. On se téléphone de bureau à bureau, le poids, la provenance (1) etc... et on contracte souvent sur ces simples indications, surtout entre maisons honorables. Si à Königsberg et à Dantzig les échantillons jouent encore à la bourse un rôle très important, prépondérant même, c'est qu'il ne s'agit point de blés, répondant à tel type... et que l'on peut difficilement apprécier la qualité sans voir l'échantillon (2).

Si les échantillons jouent un rôle prépondérant aux marchés du *Mark-Lane*, ils n'apparaissent jamais au *Baltic*, la vraie bourse en grains de Londres, en vertu d'un usage déjà fort ancien : la concentration des bureaux dans un espace restreint, qui s'accroît de jour en jour sur les places importantes, l'établissement de relations téléphoniques, sont des causes importantes de la disparition progressive du trafic effectif dans la grande majorité des bourses. On ne voit plus guère d'échantillons à la bourse du Havre ; ceux-ci sont déposés dans les bureaux des courtiers havrais où toute personne désireuse d'acheter peut les examiner à loisir.

Les titres n'apparaissent presque plus jamais à la bourse (3) ; leur livraison a lieu dans les bureaux.

Le trait indiqué par le professeur Struck comme caractéristique des bourses n'est donc point totalement inexact en ce qui concerne surtout les places où les types sont l'objet d'études spéciales et où un certain classement s'impose d'autant plus que le marché à terme est employé très fréquem-

(1) Tous ces points s'éclairciront, lorsque nous parlerons du marché à terme en marchandises.

(2) Voir K. Wiedenfeld, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, 3^e série, t. IX, p. 650 et 651.

(3) A Vienne, notamment, on exclut expressément la livraison des titres à l'intérieur de la bourse.

ment, presque toujours lorsqu'il s'agit d'arbitrages et d'importation : de telles *bourses* sont surtout des lieux où l'on échange des impressions et où l'on opère sur des *espèces fixes*, presque toujours sur des *quantités fixes d'espèces fixes*. Mais nous ne tenons point là quelque critérium : les usages de différentes places, surtout de celles où l'on trafique sur des marchandises nationales et qui ignorent un système de gradation, analogue au système américain ou voisin, persisteront et les échantillons conserveront longtemps encore une grande importance en certaines *bourses*.

II

La commission allemande chargée de l'enquête sur la bourse est partie de ce principe que les bourses sont « des facteurs indispensables dans notre société » (1). Les socialistes démocrates eux-mêmes reconnaissent que sans elles « la plus complète anarchie existerait dans la vie économique » (2), établie sur les bases actuelles.

D'autre part, quelles attaques n'a-t-on point dirigées contre les bourses ? Quelles expressions n'a-t-on pas employées pour caractériser leur rôle néfaste ? *Banques de jeu... Monte-Carlo...* et sous une forme plus sonore encore « ganglions de la vie expansive, circulante d'une nation travailleuse » (3).

Ne nous contentons point d'affirmer la nécessité d'une telle institution, son importance économique, et d'en montrer les tares d'une façon plus ou moins imagée.

Une bourse paraît être, au premier abord, un *marché cen-*

(1) Il est fort regrettable que la commission d'enquête, qui ne devait pas d'ailleurs se proposer comme seul but la composition d'un projet de loi, n'ait pas insisté sur le rôle économique des bourses et se soit contentée sur ce point d'une médiocre énumération de quelques lignes. Elle aurait évité quelques exposés de principes inexacts ou erronés dans les *motifs de ses décisions*.

(2) *Vorwärts*, 6 janvier 1894.

(3) Chambre des députés italienne, séance du 31 janvier 1882.

tral (1) ; c'est là aussi sa caractéristique essentielle : le fractionnement de l'activité humaine, qui s'accroît de jour en jour, rend une concentration de plus en plus nécessaire.

Son premier rôle fut celui d'un marché, au sens le plus large de ce terme : permettre une concentration de l'activité commerciale et rapprocher plus intimement l'offre et la demande (2) ; faciliter les transactions et assurer la fixation de prix probablement plus exacts (3).

Ce sont là toujours deux rôles essentiels des bourses : *faciliter un trafic rapide et avantageux d'après les circonstances* (4), écarter cette incertitude qui plane si aisément sur la notion de prix (5).

Diverses autres notions, que l'on ne peut facilement préciser et qui sont souvent fort variables, trouvent à la bourse leur expression plus ou moins vive ou momentanée ; tels, pour choisir des exemples généraux, le crédit d'un Etat (6) ou la situation actuelle du commerce (7). Que les bourses,

(1) La *commission du Stock-Exchange* disait : « La Stock-Exchange a pour but la concentration de l'offre et de la demande, tandis que toutes ses autres fonctions sont d'importance secondaire. » Les motifs de la loi autrichienne du 1^{er} avril 1875 (Kaserer, *Das Gesetz vom 1 April 1875*, Wien, 1875, p. 16), « le rôle de la bourse est de concentrer les relations commerciales » ; *Zur Frage der Börsenreform* (en Suisse), Bern, 1895 : *Gutachten von Julius Wolf*, p. 36 ; Struck, *Effektenbörse, eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände, staats- und sozialwissenschaftliche Forschungen*, t. III, Leipzig, 1881, p. 56 et s. ; Gustave Cohn, *Beiträge zur Börsenreform*, Leipzig, 1895, p. 7 : « La bourse est indispensable à notre société actuelle parce qu'elle est l'expression conséquente de ces doubles éléments nécessaires : participation de la fortune privée au capital travaillant ; centralisation de la vie économique actuelle. » Nous reviendrons sur le premier de ces deux points.

(2) Richard Ehrenberg, *Zeitalter der Fugger*, t. I, p. 50.

(3) *Berichte und Beschlüsse der Börsen-enquete-Kommission*, p. 31 : « Cette concentration de vendeurs et d'acheteurs présente le plus sûr garant pour la fixation de la valeur exacte des marchandises. »

(4) Otto Michaelis, *Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels. Vierteljahrschrift für Volkswirtschaft und Kulturgeschichte*, Jahrg. III, t. II, p. 103.

(5) J. Wolf, *Gutachten*, p. 37, insiste sur ce point avec raison.

(6) *Berichte und Beschlüsse*, p. 32.

(7) Roscher, *Handel*, p. 459.

réparties à travers le monde, se mettent en relations les unes avec les autres, grâce au téléphone et au télégraphe, s'entretiennent à tous instants sur les prix, les besoins présumés, etc..., que les rapports prennent un caractère nettement international et les notions, qui vont se former, resteront, bien entendu, essentiellement variables, mais, comme elles seront fixées par toutes les bourses intéressées, souvent par toutes celles du monde, elles fourniront des renseignements de la plus grande valeur.

Le plus notable rôle des bourses est donc de servir de *grands régulateurs des prix* ; de concentrer les intérêts en jeu dans un pays ou dans une province, de trouver une expression de la situation locale, et, en même temps, de recevoir l'influence des autres marchés centraux, directement ou indirectement par l'intermédiaire de tel autre, et de transmettre dans toute sa zone d'influence, l'influence qu'elle a elle-même ressentie. Il y a là deux mouvements opposés, un mouvement centripète et un mouvement centrifuge que nous devons indiquer ici.

Arrêtons-nous dans cet exposé très général ; nous tomberions dans un tort commun à la grande majorité des économistes allemands : nous ne distinguerions point suffisamment *bourses en valeurs* et *bourses en marchandises* ; nous confondrions trop complètement le rôle des unes et des autres : arrivons à la *spéculation*, qui se concentre à la bourse et dont l'instrument est actuellement sur la grande majorité des marchés, le *marché à terme de bourse* (börsenmæssiger Terminhandel) (1).

La spéculation nous apparaît comme un stimulant, comme une force égalisatrice dans le temps (2), comme une aide très sérieuse pour la répartition exacte dans l'espace.

(1) Gustav Cohn, *Zeitgeschäfte und Differenzgeschäfte*, Iéna, 1867, p. 4 et s. (Le professeur de Göttingen écrivait à une époque où l'expression de *marché à terme de bourse* était encore inconnue).

(2) Ce point a été merveilleusement saisi par Otto Michaelis dans une série d'articles sur la spéculation (*Vierteljahrschrift für Volkswirtschaft*

Empressons-nous de louer *l'esprit de spéculation*, qui est l'âme des découvertes... ; répétons après tous les littérateurs de l'économie politique, et sans voiler un léger sourire, que, *sans agiotage, nous n'aurions point de chemins de fer...*

La spéculation est, avant tout, un stimulant ; ce rôle restera son rôle principal dont tout autre ne sera qu'un dérivé.

L'économiste allemand qui connaît le mieux les questions commerciales, le professeur Lexis de Goettingen, définit en ces termes le rôle de la spéculation : « S'efforcer de prévoir les cours d'un avenir prochain et d'après ces prévisions profiter du temps présent » (1).

Voyons comment vont s'opérer, grâce à la spéculation, ces *sortes d'arbitrages dans le temps* ; comment les prix deviendront ou tout au moins pourront devenir l'expression non seulement de la situation actuelle du marché, mais de sa situation future.

« La spéculation a pour conséquence une diminution de chaque hausse sur l'attente de laquelle elle se base ; elle est ainsi, autant qu'elle est exacte et par là même avantageuse au dit spéculateur, d'une utilité générale (2) ». Peut-on prévoir une hausse sur certaines marchandises ? On s'en pourvoira de suite et à l'heure où on aurait dû s'en pourvoir, la demande du *spéculateur* n'apparaîtra point sur le marché.

Les prix, au moment où l'on achètera, seront par suite d'une

und Kulturgeschichte, 2^e année, t. IV, 3^e année, t. I et II, réunis ensuite dans les *Volkswirtschaftliche Schriften* de cet auteur). On peut reprocher à cet écrivain comme à tous les *Manchesterleute* acharnés, une admiration exagérée pour les *lois économiques* et *l'instinct des masses*, qui l'a empêché de faire une construction vraiment scientifique. — La spéculation supporte le poids des conjonctures aussi bien à la bourse en valeurs qu'à la bourse en marchandises, mais d'une façon moins importante ; nous parlerons de ce rôle à propos des seules bourses en marchandises.

(1) Lexis dans *Schænborg's Handbuch*, p. 862 ; cf. Brueckner, *Der Differenzhandel an der Børse*, p. 46.

(2) Rudolf Auspitz und Richard Lieben, *Untersuchungen über die Theorie des Preises*, Leipzig, 1889, p. 284 (livre un peu rébarbatif au premier abord, mais riche en conclusions utiles).

demande anormale, plus élevés qu'ils n'auraient dû l'être ; les prix, au moment où on aurait dû acheter seront, par suite de l'absence d'une demande normale, moins élevés qu'ils n'auraient dû l'être.

Si on ne s'est point trompé dans ses prévisions, on aura accentué la hausse au moment de la baisse, la baisse au moment de la hausse ; si, au contraire, on s'est trompé dans ses prévisions, si on a interverti les rapports relatifs de hausse et de baisse, on aura accentué la hausse au moment de la hausse, la baisse au moment de la baisse. « L'influence contraire d'un individu qui attend une baisse sort du pur commerce d'approvisionnement (1) ».

Supposons maintenant qu'il existe tout un trafic à terme (2), sur cette même marchandise. Tout va devenir plus complexe. Nous allons nous trouver en face de toute une série de contrats permettant la spéculation à la hausse ou à la baisse, sans ou avec limitation des risques.

Prévoit-on une hausse ou une baisse ? On achètera ou on vendra à terme, et l'on verra s'engager entre *haussiers* et *baissiers* cette lutte où tout jouera son rôle, jusqu'au tempérament de chacun (3). Un achat à terme, basé sur une prévision de hausse, aura sur le marché le même effet utile ou néfaste qu'un approvisionnement, à condition, bien entendu, que le vendeur se soit lui-même dès maintenant approvisionné.

La spéculation à découvert (4) a une tout autre base économique. Elle permet la spéculation à la baisse, qui est, peut-être, socialement moins utile que son opposé, la spéculation à la hausse, mais qui joue un rôle tout aussi important dans nos relations commerciales. Elle est devenue absolument nécessaire, car elle rend aussi aisée la spéculation

(1) Auspitz, p. 284.

(2) Il n'est point nécessaire de supposer ici un *trafic à terme de bourse*.

(3) Le *sanguin* apparaîtra comme un *haussier*, l'*individu colère* comme un *baissier naturel* (Michælis, *Vierteljahrschrift*, III, Jahrg., t. I, p. 198).

(4) Nous sommes abandonnés ici par MM. Auspitz et Lieben.

à la baisse que la spéculation à la hausse et établit ainsi une sorte de contrepoids.

Prévoit-on une baisse ? On vendra à *terme* et on attendra pour *se couvrir* le moment de l'échéance, si les *conjonctures* ne changent point. Il n'y aura pas, au jour du contrat, une demande inopinée, au jour de la livraison, l'absence d'une demande normale sur le marché au comptant. Mais le marché aura pris une extraordinaire extension ; il aura trouvé un frein contre l'*emballement* des haussiers ; il aura ouvert une porte très large à la spéculation à crédit, cette base moderne de la spéculation de bourse.

Reprenons ce principe que nous avons posé d'une façon particulière, mais qui a une valeur très générale, absolue, dirions-nous même, si nous ne nous gardions de toute affirmation catégorique : le spéculateur qui prévoit l'avenir avec une certaine exactitude est utile socialement ; celui qui le prévoit avec inexactitude est plus ou moins néfaste.

Supposons que la grande majorité des spéculateurs prévoie une hausse, qui a lieu en effet par la suite : le cours du *terme* (1) va prendre une direction d'autant plus marquée vers la hausse que les spéculateurs à la baisse seront moins nombreux. Toute personne qui, par une offre inopinée, arrêtera la hausse avant qu'elle n'ait atteint le prix réel de la marchandise ou du titre au jour de l'échéance, faussera le cours du *terme* ; comme elle le ramènerait vers l'exactitude, si le cours avait dépassé cette limite.

Le cours du *terme* est une sorte de baromètre. Retenons dès maintenant ces deux points de la plus haute importance : c'est d'après les données du *terme* que se fait dans l'espace cette première répartition des *marchandises de bourse*, que l'on peut corriger sans doute, mais qui n'en sera pas moins faussée durant un certain temps si le cours du *terme* est inexact (2). Le cours du *terme* exactement fixé assure une

(1) Nous allons parler du cours des marchés à *terme* de bourse, comme de l'expression la plus nette et la plus générale des cours à *terme*.

(2) Les *marchandises de bourse* seront réparties, d'une façon plus spé-

égalité des prix dans le temps : dans cette lutte moderne, où chacun cherche les rentes les plus considérables avec de moindres risques, l'écart le plus minime entre le *comptant* et le *terme* donne lieu à de multiples opérations peu dangereuses, à des sortes d'arbitrages dans le temps : si nous supposons le *terme* en opposition, exactement prévue, avec le *comptant*, le cours actuel du *terme* ne deviendra pas brusquement, ni par à-coups, le cours du comptant au jour d'échéance ; toutes les personnes aux aguets du moindre bénéfice supérieur à ce que nous pouvons appeler la rente actuelle sur le marché se précipiteront et cette concurrence aura pour conséquence une égalisation des prix dans le temps ; si les prévisions sont erronées, les fluctuations seront beaucoup plus sensibles (1).

Poussons plus avant dans la technique du commerce de bourse à crédit. Quel va être le rôle de ces personnes qui se retireront du combat au milieu de la lutte pour prendre une position neutre ou contraire à leur position primitive ? Elles n'auront faussé les cours ou ne les auront bien dirigés que durant un certain temps. Les conjonctures étant essentiellement variables, il y avait peut-être sagesse ou prudence à se retirer momentanément ou totalement de la lutte et même à combattre dans le camp opposé. On ne saurait leur reprocher de ne plus jouer un rôle plus ou moins néfaste ; on ne pourra leur reprocher, en certaines circonstances, que de n'avoir point persisté dans une excellente entreprise.

Si les prévisions de la spéculation sont exactes, la répartition des marchandises et des titres se fera sans à-coups, on verra les prix s'égaliser en des *lames plus douces* (Michælis) ; si, au contraire, les prévisions de la spéculation sont inexac-

ciale, en prenant pour base le *terme* ; les valeurs connues sous le nom de *valeurs internationales* (valeurs négociées sur différents marchés internationaux) seront aussi réparties sur la base du *terme*.

(1) Ceci se présente d'une façon peut-être plus courante dans le commerce en valeurs ; ceci est tout aussi utile dans le commerce en marchandises et y prend de jour en jour une importance plus nettement identique.

tes, la répartition sera faussée, les prix fluctueront entre des limites plus extrêmes.

Le spéculateur, qui aura tous les éléments nécessaires pour *prévoir* avec exactitude, sera le seul qui aura de fortes chances d'être utile socialement.

Le spéculateur incapable pour tel ou tel autre motif de faire des prévisions exactes, aura plus probablement un rôle néfaste : c'est lui que nous appellerions de suite *joueur*, si nous ne voulions établir une distinction assez franche entre la notion juridique du *jeu* et la notion économique de la spéculation blâmable (1).

Le rôle social de la spéculation de bourse est donc de ne point laisser établir une corrélation absolue et immédiate entre une offre basée sur les stocks disponibles et une demande basée sur les besoins actuels, de donner dans le présent une large place à l'avenir, de bouleverser des relations originelles pour produire une égalisation des cours à travers le temps. Nous pourrions presque dire, sous une forme paradoxale, qui nous permettrait de répondre indirectement à des attaques dirigées contre la spéculation, que celle-ci joue son rôle économique en faussant des rapports naturels ; mais le but poursuivi est un équilibre que n'assurent point les lois de la nature.

Une plus exacte répartition des marchandises et des titres à travers le temps sera la conséquence de cette égalisation : le moindre besoin sur le marché effectif entraînera une hausse, la moindre surabondance, une baisse ; tandis que toutes les personnes qui conservent des marchandises dans des docks ou magasins, toutes celles qui possèdent des capitaux, toutes celles qui ont des titres et qui ne refusent point leur participation aux opérations journalières du marché, auront un avantage soit à vendre leurs marchandises, soit à grossir leurs stocks et vendront effectivement leurs

(1) Nous reviendrons longuement sur cette théorie dont nous précisons les traits. Opposons-lui dès maintenant celle de Neuwirth (*Bank und Valuta*, t. II, *Die Spekulationskrise von 1873*, p. 319 et s.).

marchandises, grossiront leurs stocks, les besoins seront assouvis, ou une marchandise actuellement *moins utile* sera retirée du marché pour y reparaitre lorsqu'elle y sera *plus utile*. Les prévisions détermineront l'écart entre le terme et le comptant (report). Cet écart est-il insuffisant pour être rémunérateur ? Titres et marchandises, actuellement détenues se précipiteront sur le marché ; et l'équilibre un moment rompu se rétablira. Cet écart est-il très notable ? Toutes les personnes qui cherchent une rente supérieure, même légèrement supérieure à la rente actuelle et moyenne du marché financier, offriront le secours de leurs capitaux, feront des achats au comptant, quitte à revendre à terme ; et l'équilibre momentanément rompu sera rétabli ! L'égalsation des prix du *comptant* ou du *disponible* et la répartition des marchandises à travers le temps sont donc intimement liées, parce que le marché au comptant est un des éléments du report, et qu'il ne connaît que des marchandises effectives. Cet exposé serait incomplet si, pour lutter contre les préjugés les plus tenaces, nous ne montrions point les marchés à terme devant dès l'origine se résoudre par le paiement d'une différence (le spéculateur se couvrant avant l'échéance par quelque opération inverse) jouant un rôle souvent fort important et fort utile : de tels marchés produisent sur le cours du terme le même effet que tous autres marchés à terme ; une offre ou une demande parvient jusqu'à la bourse, diminue ou accentue l'écart entre le terme et le comptant, met ainsi un frein aux reports qui ménagent le passage du cours actuel à un cours inexactement prévu, ou excite à faire des reports qui ménageront le passage du cours actuel à un cours exactement prévu ; elle empêchera ainsi des hausses ou des baisses simplement momentanées, causées par des circonstances extérieures ou la propagation d'une erreur. Ces marchés produisent donc un effet rectificateur, par conséquent égalisateur et indiscutablement utile, si, bien entendu, les spéculateurs ne se trompent point dans leurs

prévisions et s'ils ne cherchent pas à tirer leurs bénéfices de quelque acte d'agiotage (1).

La spéculation présente encore un autre avantage ; elle a pour conséquence de mettre en circulation une quantité assez considérable de titres et d'attirer des stocks de marchandises ; elle augmente donc le *flottant*, tout ce matériel qui passe sans cesse de mains en mains, et les approvisionnements.

Plus ce flottant et ces approvisionnements seront considérables, plus les opérations de bourse seront aisées, plus aussi le rôle primordial des bourses, qui en demeure un des essentiels, sera facilement rempli : une demande de quelque importance n'aura pas pour conséquence de brusques fluctuations de cours ; une offre de quantités considérables sera acceptée sans grandes difficultés, maintes personnes se présentant comme contre-parties dans l'espérance d'un léger bénéfice. Grâce à la spéculation, de fortes opérations effectives peuvent être conclues pour le jour de la liquidation, sans imprimer au marché une hausse ou une baisse brusque (2).

III

Voyons successivement le rôle économique des *bourses en marchandises* et celui des *bourses en valeurs*.

Les *bourses en marchandises* sont les marchés centraux du commerce en *marchandises*. Leur rôle est de la plus haute importance parce que « au commerce et au trafic revient le rôle

(1) Nous continuerons bientôt la défense des marchés différentiels.

(2) M. Weber, Die technische Funktion des Terminhandels, *Deutsche Juristen Zeitung*, 1896, 1^{er} juillet, p. 249 ; Lexis, *Schænberg's Handbuch*, t. II, p. 880 ; Michaelis, *Vierteljahrschrift*, Jahrg. III, t. II, p. 103. — Au *Stock-Exchange* de Londres, peu d'opérations au comptant ; les opérations de placement ont lieu au prochain jour de la liquidation ; elles se perdent dans le flot des actes de spéculation.

d'organisateur et par là même de maître dans la vie économique » (1).

Les commerçants n'apparaissent plus comme de simples intermédiaires dont le rôle se réduirait à prendre une marchandise en tel endroit et à telle personne pour la porter immédiatement ou presque immédiatement en tel autre endroit et à telle autre personne ; il ne s'agit plus simplement pour eux de *mouvoir* une marchandise.

Les commerçants n'ont plus seulement à se *pourvoir* selon leurs prévisions.

Ils ont un rôle nettement actif : ils ont à opérer une *répartition* à travers l'espace, et à *égaliser le manque avec le superflu* (2).

Le commerce avait, il y a vingt ans encore, plus souvent à corriger, à équilibrer, qu'à organiser ; depuis que les voies de communications sont devenues extrêmement nombreuses et beaucoup plus aisées, les frais de transports sensiblement moins coûteux, depuis que les anciens pays *colonisés* n'ont plus simplement un rôle passif, mais prennent de plus en plus nettement un rôle actif, il s'agit bien d'une vraie répartition des marchandises d'utilité générale (3).

Les bourses, disséminées à travers tout le monde civilisé, rendent possible ou tout au moins facilitent singulièrement cette égalisation dans l'espace ; elles permettent au commerce de *se glisser* (Michælis) plus aisément entre la production et la consommation et de prendre une allure plus nettement internationale.

(1) Schmoller, Die Thatsachen der Arbeitsteilung, *Jahrbücher für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft*, Jahrg. XIII, p. 1053.

(2) Barth, *Wandlungen im Welthandel*, *Volkswirtschaftliche Zeitfragen*, cahier 27 ; Otto Michaelis, *Vierteljahrschrift*, III Jahrg., t. I, p. 195.

(3) Voir notre introduction et diverses indications bibliographiques données à propos de la crise agraire. — V. aussi Lexis, dans *Schænberg's Handbuch*, t. II, p. 817 et G. Ruhland, *Zur Aufhebung der Blankotermingeschäfte in Getreide* (Stimmen aus dem agrarischen Lager, Heft II), p. 28.

Nous n'avons point ici à défendre le commerce contre les attaques dont il est si souvent encore l'objet de la part des consommateurs et des producteurs, ni à combattre les doctrines surannées qui ne voient de la *production* que là où il y a travail physique ayant un effet sur la matière elle-même (1); nous nous rattachons tout d'abord, en principe, aux doctrines exposées par Roscher (2), et reprises d'une façon quelque peu différente par les professeurs Lexis (3) et Richard Ehrenberg (4), qui considèrent le résultat obtenu et déclarent le commerce légitime du moment où celui-ci permet une répartition plus exacte des marchandises à travers l'espace; tout ce qui a pour résultat une telle égalisation est d'une utilité sociale que nous considérons comme indiscutable.

Le grand commerce, que M. Schæffle a si bien comparé à un *système nerveux répandu à travers tout le monde économique* (5), est un des mécanismes sociaux les plus complexes: mille choses en assurent l'exact fonctionnement; et la spéculation, que nous avons vue ménager le passage d'un cours à un autre, égaliser les prix à travers le temps, est devenue indirectement un des éléments importants de la répartition des marchandises. Il nous faut dire, dès maintenant, pour éviter maintes confusions, que le grand commerce connaît surtout des prix, qu'il opère surtout sur des prix et qu'il ne

(1) Voir not. *The Banker's Magazine*, New-York, 1872, p. 657.

(2) *System: Nationalökonomie des Handels*.

(3) *Schæffle's Handbuch*, t. II, chap. *Handel*.

(4) *Der Handel*, Jena, 1897, II^e conférence.

(5) Nous citerons toute la phrase sonore et intraduisible de Schæffle : « Die sociale Werthgebung hat am Handel ein durch den ganzen volks- und weltwirthschaftliche Gesellschaftskörper ausgebreitetes Nervensystem feinsten Werthempfindung, welches von Ueberall nach ueberall die wechselnden mindesten Kosten- und höchsten Gebrauchswerthe telegraphirt und der volkswirthschaftlichen Gesamtbewegung auf allen Punkten die jeder neuen Conjunktur entsprechende wirksamste Werthbewegung sichert, ihr die jederzeit richtigste Vertheilung und wirksamste Anwendung der productiven Kräfte dictirt » (*Kapitalismus und Socialismus*, Tübingen, 1870, p. 403).

répartira les marchandises à travers l'espace que dans la seule mesure où l'égalisation des prix aura pour conséquence une égalisation des marchandises sur les différents marchés.

Le commerçant ne connaît que son intérêt particulier : un bénéfice pécuniaire ; il est heureux que cet intérêt se confonde dans une large mesure avec l'intérêt général. L'égalisation des prix à travers le monde n'est-elle point le fait essentiel ? La moindre surabondance ou le moindre manque de marchandises effectives ne trouvera-t-il pas son expression dans les prix ? Le commerçant, dirigé par son intérêt particulier, transportera les marchandises d'un endroit où elles seront probablement *moins utiles*, puisqu'elles y seront moins chères, à un autre où elles seront probablement *plus utiles*, puisqu'elles y seront plus chères (1), son bénéfice étant en rapport direct avec l'étendue du service qu'il aura probablement rendu à la société.

Les commerçants en gros, qui se chargent d'approvisionner les commerçants en demi-gros et détail, et les industriels prévoient-ils pour telle époque tel besoin : ils achèteront à *livrer*, ils achèteront à *terme*, ou ils feront des commandes à *telle date, au cours du jour de livraison*, selon les circonstances, selon leur désir de s'exposer ou non aux risques des fluctuations de cours (2).

(1) Nous ne pouvons discuter ici dans quelle mesure cette relation est exacte, quelle est la situation économique d'un pays à monnaie dépréciée non point dans ses relations avec les autres pays (facilité d'exportation), mais en ce qui concerne sa situation économique interne.

(2) Généralement, celui qui achètera à *livrer* ou à *terme* spéculera, celui qui fera une commande dans les conditions indiquées ne spéculera pas ; mais une personne pourra très bien acheter à terme pour ne point spéculer ; une telle commande, sans être jamais un acte de spéculation à proprement parler, trouvera place souvent dans une combinaison où présidera l'esprit de spéculation. La spéculation s'oppose par sa nature même à toute identification avec une espèce de contrat. Nous insisterons longuement sur ce point, et, très spécialement, sur celui-ci : le marché à terme n'est pas forcément un acte de spéculation de la part des deux personnes qui le concluent.

S'il n'y avait que des prévisions individuelles de besoins, ne trouvant point leur expression d'une façon vraiment sensible dans des cours, les commandes ne produiraient qu'un effet minime, en supprimant une certaine quantité de marchandises de l'ensemble général de la répartition : une ou deux personnes sur cent trouveraient seules avantage à faire telles commandes, pour s'assurer telle qualité rare ou peu commune.

Supposons donc qu'à une certaine prévision des besoins vienne se joindre, chez la même personne ou chez une personne différente, une certaine prévision de la valeur future et que cette prévision trouve une expression effective, dans des prix de bourse par exemple. La répartition ne se fera plus par à-coups ; à chaque hausse sensible, on ne verra point affluer, à chaque baisse sensible, on ne verra point s'éloigner des quantités si peu en rapport avec les vrais besoins du lendemain ou avec la surabondance des marchandises qu'une réaction assez vive en sera la conséquence forcée ; les besoins ne trouveront point tardivement leur satisfaction, alors seulement que l'affluence de marchandises sur d'autres places aura trouvé son expression sensible. Les prix, prévus comme devant être ceux de l'avenir, seront dans tout le monde l'objet d'études et de comparaisons. Une personne les considérera-t-elle comme des expressions inexactes de la situation future, soit générale, soit locale, du commerce en telles marchandises ? Elle fera des opérations pour profiter de l'erreur commune et rétablira en même temps, dans une certaine mesure, par suite de son offre ou de sa demande, l'équilibre sur le marché.

Arrive une époque très voisine du terme de l'opération sans que les conjonctures aient changé, cette même personne étudiera lequel lui est le plus avantageux, de faire sur la même place un marché semblable et inverse pour que tout finisse, sans déplacement immédiat de marchandises, par un règlement pécuniaire, ou bien, si elle a vendu, de livrer effectivement en amenant les marchandises de tel endroit où

elle les achètera suffisamment bon marché pour avoir intérêt à les faire transporter, — si elle a acheté, de prendre livraison pour éloigner les marchandises et les vendre avec bénéfice sur quelque autre place (1). Lorsque l'on a intérêt à terminer une opération d'arbitrage combinée plusieurs mois à l'avance par un règlement différentiel, il est fort probable que les marchandises qui se trouvent effectivement sur une place y sont nécessaires et que toute importation serait inutile ou néfaste. Comme diverses personnes ont pu, à notre exemple, ou inspirées par un même sentiment, chercher à tirer bénéfice de l'erreur générale et que la concurrence ou telle autre cause a pu amener une vraie réaction, si nous avons exactement prévu l'avenir et que nous ayons intérêt à nous couvrir par une opération semblable et inverse, notre rôle social ne sera certes point identique à celui de toute autre qui, ayant prévu exactement l'avenir, agirait selon son intérêt et attirerait des marchandises ou les écarterait du marché, mais tout aussi important et indiscutablement utile : l'égalisation des prix aura lieu sans grands à-coups ou plutôt avec de moindres à coups. On peut même dire que toute importation ou exportation serait, en de telles et fréquentes circonstances, non seulement une maladresse dont on supporterait personnellement les conséquences, mais une grave faute sociale, puisque l'on amènerait une fluctuation anormale des cours et que l'on rendrait nécessaire l'intervention d'une autre personne pour rétablir l'équilibre rompu.

Si la spéculation a prévu l'avenir d'une façon exacte, tous les actes des arbitrageurs ménageront le passage graduel et insensible d'un cours à un autre ; si les prévisions générales

(1) Ceci est vrai jusqu'à une certaine limite : la différence entre le prix du blé sur la place de A et le prix sur la place où je dois livrer est 5 ; transport, assurance, droits de douanes... reviendraient à 5 1/2. En réalité, j'égaliserais les cours si je faisais venir les marchandises de A et cependant je n'y ai point intérêt. Nous tenons une des principales causes qui empêchent, en fait, une égalisation très exacte des cours.

sont erronées, les marchandises afflueront en un lieu où elles sont *moins utiles* et feront défaut en un lieu où elles seraient *plus utiles*.

M. Richard Ehrenberg dit que « dans la pratique, une démarcation précise entre les différentes espèces de productions (commerce et spéculation notamment) n'est point possible » (1); nous allons plus loin, nous considérons que, dans notre vie actuelle, une répartition à travers l'espace est presque toujours inséparable d'une égalisation à travers le temps, car le commerce ne peut songer à établir un équilibre purement momentané, et les transports exigent des semaines, parfois même des mois; il faut donc tenir compte de la notion de temps, si on veut opérer l'égalisation à travers l'espace sans brusques à-coups, sans pertes de forces (2).

La moindre erreur dans les prévisions trouvera son expression dans les cours effectifs; plus on approchera du jour du terme, plus les cours deviendront exacts; si l'équilibre entre les divers marchés n'est pas complètement établi et que l'écart soit encore très sensible, nous pouvons compter que l'intérêt particulier de quelque personne poussera à des importations ou exportations rétablissant l'équilibre en quelque mesure: mais il faudra alors un écart beaucoup plus sensible pour que l'on songe à *corriger* au dernier moment une répartition déjà faite, tandis qu'il était plus facile auparavant de débarquer telle marchandise encore à bord d'un navire en tel endroit plutôt qu'en tel autre et rémunérateur avec un moindre écart.

Une clause très importante s'est introduite, depuis cinquante ans environ (3), dans les divers contrats maritimes, c'est la clause *port d'ordre*. Le navire importeur sera dirigé vers un port de relâche (Gibraltar par exemple) où il

(1) *Handel*, p. 33.

(2) Sur la situation spéciale de la richissime place de Londres, V. *rôle économique du marché à terme en marchandises*.

(3) Tooke und Newmarch, *Geschichte und Bestimmung der Preise* (trad. all.), t. II, p. 65.

recevra l'ordre de gagner tel ou tel port (1). Les marchandises embarquées, les frais de transports maritimes sont très minimes, l'importeur dirigera le navire vers le port où la marchandise est le plus chère, donc probablement plus utile : un écart très minime paraîtra alors rémunérateur. La généralisation de cette clause est pour beaucoup dans l'égalisation du cours des marchandises de bourse.

Après ces explications détaillées, il ne nous reste plus qu'à indiquer en quelques mots le rôle économique des bourses en marchandises ; c'est, nous dit le ministre Buchenberger, « d'établir la plus grande dépendance croyable du prix de tel point du domaine économique du prix de tel autre point » (2) ; c'est, dirons-nous, de fournir une expression de la situation locale du trafic en telle ou telle marchandise tout en tenant compte de simples *possibilités*, possibilité d'importer, possibilité d'exporter (mouvement centripète), pour servir ensuite à l'unification des prix dans l'espace (mouvement centrifuge).

Grâce à la spéculation, une personne, qui ne veut pas supporter le poids des conjonctures, peut en charger une autre qui comptera sur une sorte de prime : un des rôles les plus notables de la spéculation sur marchandises n'est point de permettre le transfert des risques d'une personne à une autre (3) ; mais, en fractionnant les activités, de doubler les audaces, et d'empêcher de brusques fluctuations de cours.

IV

Pour beaucoup de personnes, *bourse* est synonyme de

(1) Lexis, *Schœnberg's Handbuch*, t. II, p. 832 et Wiedenfeld, article *Getreidehandel* (in Deutschland) dans le 1^{er} sup. de l'*Handwerkerbuch der Staatswissenschaften*.

(2) Buchenberger, *Grundzüge der deutschen Agrarpolitik*, p. 258.

(3) Nous reviendrons sur ce point à propos du marché à terme. V. l'opuscule anonyme extrait de l'*Hamburgische Börsen-Halle. Der Terminhandel*.

bourse en valeurs (1). Cela a tout d'abord un motif historique : le commerce *de bourse* en marchandises a pris plus tardivement toute son importance ; ajoutons que les notions si complexes et subtiles, qui servent de bases à la fixation du prix des valeurs, ne nous laissent guère apercevoir un trafic en valeurs de quelque importance sans une négociation en bourse, et que le commerce en magasins et sur des marchés paraît à beaucoup d'esprits très suffisant pour la détermination du prix et une répartition assez exacte des *marchandises* que nous avons appelées *marchandises de bourse*. Si la première appréciation est exacte, nous savons ce qu'il faut penser de la seconde.

Les bourses en valeurs ont pris une extrême importance dans notre vie moderne ; les statistiques publiées par la commission d'enquête sous la direction du professeur Schmoller nous en fourniraient au besoin la preuve (2). Les bourses sont les marchés centraux de capitaux et de ce qui peut en tenir lieu : s'y rencontrent, directement ou par l'intermédiaire de toute une classe sociale de plus en plus nombreuse, capitalistes et spéculateurs d'une part et de l'autre fondateurs de sociétés par actions et Etats désireux d'émettre des emprunts (3).

Il faudrait, pour faire saisir complètement l'importance actuelle des bourses en valeurs, reprendre l'histoire des emprunts dès leurs origines (4), assister au développement du *crédit public* ; puis, passant à l'histoire des relations du capital et du travail, montrer « la participation de la fortune privée au capital travaillant devenue la principale base de notre système actuel de production (5) ».

L'épisode central de notre récit serait la fondation du

(1) C'est même là en France le sens du mot *bourse* dans le langage courant.

(2) Material, *Statistische Anlagen*.

(3) *Berichte und Beschlüsse*, p. 32.

(4) Sur l'histoire des emprunts d'Etats au XVI^e siècle, R. Ehrenberg, *Das Zeitalter der Fugger*, passim.

(5) Cohn, *Beiträge zur Börsenreform*, p. 7.

Crédit mobilier : la fortune mobilière s'était développée sans cesse ; elle prit dès lors un nouvel et prodigieux essor. Des imitations plus ou moins serviles du modèle français se répandirent à travers toutes les nations civilisées, jetant les germes d'une révolution dans le monde de la banque. Les banques, qui s'occupaient plus spécialement ou d'une façon très notable du trafic des valeurs, se multiplièrent ou virent leur activité augmenter sans cesse ; une de leurs missions les plus importantes fut d'approvisionner selon les besoins le marché en valeurs ; elles devinrent des chaînons, toujours plus indispensables, entre l'épargne et ceux qui en eurent besoin. Le professeur Adolphe Wagner a pu appeler, avec raison, les *banques de valeurs* (Effektenbanken, les banques qui s'occupent d'une façon plus spéciale du trafic en valeurs) (1) « les vrais conducteurs du grand mouvement moderne de la banque » (2).

Admettons, sans discussion, que, par suite de la concurrence qui s'établit à la bourse, deux valeurs, qui seraient des fractions identiques, dont les risques et les rendements seraient considérés par tous comme étant ou devant être identiques, auraient, au même instant, le même cours en bourse (3).

Remarquons que le moindre écart sensible entre deux valeurs qui sont des fractions identiques, dont les risques et le rendement sont considérés généralement comme étant ou devant être identiques, est vite aperçu par quelque personne

(1) Sattler, *Die Effektenbanken*, Leipzig, 1891, p. IX. Les *banques de valeurs* n'ont point une individualité propre dans la vie pratique ; elles se confondent généralement avec les banques de crédit ; nous réserverons cette expression aux banques qui s'occupent d'une façon plus ou moins spéciale du trafic des valeurs et en ce qui concerne ce trafic.

(2) Préface à Sattler, *Die Effektenbanken*, p. VI. Paul Model et Loeb nous racontent dans *Die grossen Berliner Effektenbanken* l'histoire des *banques de valeurs* en Allemagne ; les statistiques qu'ils publient, sont fort riches en enseignements.

(3) Il faudrait supposer, bien entendu, que toutes les personnes aient une même sensibilité, une même intelligence, une connaissance des mêmes faits... pour que ce principe soit exact.

qui s'occupe de bourse et disparaît aussitôt à la suite d'une offre ou d'une demande qui décide de la hausse ou de la baisse et rétablit l'équilibre.

Et nous pourrions conclure qu'à un moment déterminé, si on fait abstraction des risques propres à chaque valeur, toutes les valeurs sont cotées sur le marché à un taux fort voisin. Etablir, à chaque moment, une sorte de taux moyen de l'argent dont disposent capitalistes et spéculateurs est le rôle le plus important des bourses en valeurs. Les arbitrages assurent une certaine unification du taux de l'intérêt à travers l'espace ; si les prévisions de la spéculation sont exactes, l'égalisation du taux se produira à travers le temps, grâce aux reports et aux prêts sur titres, sans qu'il soit toujours possible de distinguer les prévisions basées sur une fluctuation du taux général de l'intérêt de celles qui ont pour base une prévision d'aggravation de risques.

Si, donc, le principal rôle des bourses en marchandises et de la spéculation sur marchandises est d'égaliser le cours des marchandises dans l'espace et le temps, le principal rôle des bourses en valeurs et de la spéculation sur valeurs est d'établir une sorte de taux moyen de l'argent épargné et une égalisation de ce taux à travers le temps et l'espace : l'établissement d'un taux moyen a pour conséquence une certaine unité du marché, que nous ne rencontrons presque point dans le trafic général en marchandises et, dans une moindre mesure, dans le trafic des marchandises couvrant des besoins presque identiques (1) ; nous n'avons point à insister sur les avantages d'une égalisation dans le temps et l'espace.

Pour comparer, enfin, le rôle de la spéculation dans les bourses en valeurs et dans les bourses en marchandises, nous dirons que, dans les premières, il est moins actif que dans les secondes : la répartition qu'elle permettra plus exacte se cantonne dans un champ plus restreint (valeurs

(1) Toute notre théorie, un peu fataliste, sur la responsabilité morale des maisons d'émission a sa source dans l'ensemble de cette doctrine.

internationales) ; que le spéculateur sur valeurs supporte le poids des conjonctures d'une façon encore plus rarement utile au point de vue social. Son rôle d'égalisateur des cours sera le même et subordonné à la même condition. Ajoutons que la spéculation sur valeurs facilite l'émission des titres (1) et « fournit un grand nombre de têtes pensantes prenant, dès l'origine, large part à la critique (2) ».

(1) Voir *théorie des émissions*, et Lexis, *Schænborg's Handbuch*, t. II, p. 880.

(2) Michaelis, *Vierteljahrschrift*, III^e année, t. I, p. 205.

CHAPITRE II

L'ORGANISATION DES BOURSES ALLEMANDES AVANT LEUR NOUVELLE RÉGLEMENTATION.

- I. — Caractéristiques générales des bourses allemandes.
- II. — Les bourses du royaume de Prusse : leurs caractéristiques. — La bourse de Berlin ; son histoire : les règlements de 1739, 1805, 1825, 1866 et 1884 ; relations de la bourse avec les anciens de la corporation des marchands ; l'admission des personnes à la bourse ; apparition de la section connue sous le nom de bourse de produits ; le « marché du matin ».
- III. — La bourse de Francfort : sa réglementation avant la loi des bourses. — Les autres bourses prussiennes ; les réunions de nature particulière qui ne sont ni bourses, ni marchés, ni foires.
- IV. — La bourse de Hambourg ; son histoire ; organisation actuelle du marché : le trafic des valeurs ; les associations de commerçants en marchandises. — La bourse de Brême. — Les bourses de Dresde, Munich, Leipsick, Stuttgart, Strasbourg.
- V. — Les comités directeurs des bourses : à Berlin, les commissaires et les experts ; les experts de Hambourg.
- VI. — Les règlements de bourse. — « Conditions » et « usages de place » ; distinction fragile entre les uns et les autres ; leur importance.
- VII. — Organes plus ou moins étroitement rattachés aux bourses allemandes ; les tribunaux arbitraux dans les bourses en valeurs et en produits, les bureaux de liquidation.

I

Dans un pays où l'unité politique date d'hier, nous devons rencontrer forcément une extrême diversité dans les caractéristiques actuelles de leurs institutions sociales : non seu-

lement celles-ci sont issues de nécessités plus ou moins particulières, en des circonstances fort différentes ; mais les gouvernements, imbus des mêmes principes, ne suivent pas toujours une ligne de conduite exactement semblable (1). Aussi, les bourses allemandes nous apparaissaient-elles, avant leur nouvelle réglementation, avec des caractéristiques souvent fort voisines, mais rarement identiques.

Précisons, à grands traits, les principaux points de ressemblance des bourses allemandes envisagées dans leur constitution essentielle.

Si nous laissons de côté quelques institutions qui s'affublaient parfois du nom de *bourses* mais qui n'étaient en réalité que de pures associations de commerçants, et ces réunions périodiques, parfois quotidiennes, où les transactions se faisaient sous la surveillance de la police locale ou d'un comité privé et qui méritaient plutôt le nom de *foires* ou de *marchés* ou bien une place à part, nous voyons que les bourses étaient en Allemagne des réunions publiques, plus souvent quasi-publiques, tant les conditions pour être admis à les fréquenter étaient, en ce dernier cas, purement formelles ou faciles à remplir.

Bourses en valeurs et bourses en marchandises étaient généralement étroitement unies ou, pour être plus exact, ne formaient généralement que deux sections d'un seul et même tout ; même local, même réglementation, même haute sur-

(1) Les principes de l'époque économique, caractérisée par Roscher (*Geschichte der Nationalökonomie in Deutschland*, München, 1874, p. 210) de *policière-mercantile* n'ont point laissé, sauf en Prusse, de traces notables, dans le domaine très particulier de la réglementation des bourses. Il est vrai que c'est sous le règne des doctrines *individualistes-libérales* (Roscher, *ibid.*, p. 530) que le commerce a commencé en Allemagne son nouvel et prodigieux essor. Le Code de commerce allemand ne contenait aucune disposition sur les bourses, parce que la commission chargée de l'élaborer ne jugea point bon d'aborder le domaine de pure *administration* (*Protokolle der Kommission zur Berathung eines allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuchs*, herausgegeben von Lutz, p. 109). En quoi le lieu où l'on contracte, disait la même commission, peut-il avoir quelque influence sur la nature juridique des marchés qui y sont conclus ?

veillance ; d'ailleurs un très grand nombre de règlements déclaraient expressément qu'il n'y aurait *dans la ville qu'une seule bourse*.

Chambres de commerce ou corporations marchandes et comités, chargés de la direction des bourses et composés de commerçants élus (Börsenvorstände), avaient entre leurs mains des pouvoirs, le plus souvent fort étendus ; ils étaient chargés de faire la police, d'administrer, de prononcer l'admission des valeurs ou marchandises au *marché* et à la *cote* ou simplement à la *cote*. Les dispositions, même fort générales et très peu précises, reconnaissant aux gouvernements locaux un droit d'intervention, avaient un caractère exceptionnel, puisqu'on ne les rencontrait qu'en Prusse, mais avaient cependant une grande importance puisqu'elles avaient leur application sur un champ très vaste. Les chambres de commerce avaient, d'une façon plus fréquente, un droit de haute surveillance ; plusieurs bourses, cependant, jouissaient d'une vraie autonomie.

A côté des comités directeurs, on rencontrait des *tribunaux arbitraux* (Börsenschiedsgerichte) et des institutions privées (bureaux de liquidation, etc.), qui complétaient l'organisme général des bourses et qui, pour n'en point être toujours parties intégrantes, n'y jouaient pas moins un rôle fort important.

Les *bourses allemandes* étaient donc, avant tout, des institutions commerciales, dirigées et réglementées par les commerçants, généralement sous la haute surveillance du gouvernement local ou d'organes commerciaux.

II

Le gouvernement prussien avait sur les bourses de tout le royaume un droit de surveillance affirmé dans le *Code général* (1) ; la loi introductive du code de commerce (2) déclarait

(1) Code général pour les Etats prussiens, liv. II, tit. VI, art. 191.

(2) Loi du 24 juin 1861, art. 3, Lutz, *Anlagenband*.

que l'autorisation du ministre du commerce de Prusse était nécessaire pour l'établissement d'une bourse, son agrément pour toute modification aux règlements de bourse.

Ces dispositions n'avaient pas eu pour conséquence indirecte une réglementation générale et uniforme. Cependant le gouvernement, tout en donnant ou laissant partout (1) une certaine autonomie aux corporations marchandes ou chambres de commerce (2), fit usage effectif de son droit en des circonstances particulières ou lors de la composition des règlements : « le résultat fut une unité assez étendue dans l'organisation des bourses prussiennes, unité qui laissait cependant un champ suffisant à la satisfaction des nécessités locales » (3).

Une courte histoire de la bourse de Berlin (4) nous fera mieux comprendre son organisation actuelle.

En 1540, les *débitants de drap* (Gewandschneider) de Berlin et de Koelln obtinrent du *Kurfürst* un monopole et formèrent la gilde du *commerce de drap et de soie* (Tuch-und

(1) Exceptions : à Dusseldorf, le gouvernement exerçait une surveillance immédiate ; à Gleichwitz, c'était un comité spécial (*Material der Börsen-enquetekommission : die hauptgeschäftlichen Börsen*, p. 5).

(2) Sur les corporations marchandes et les chambres de commerce en Prusse, v. l'art. Handelskammer dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften* et l'art. de Kompe, Die deutschen Handelskammer und kaufmännischen Organen, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, t. IV, p. 121. Les corporations marchandes telles qu'elles persistent actuellement en Prusse sont essentiellement différentes des corporations marchandes du « temps où florissait le commerce allemand ». Plus de droits publics, ni de droits de justice, ni de droits privés depuis l'introduction du code de commerce. Leur caractère d'association, qui a pour conséquence une composition généralement moins démocratique, distingue presque seul les corporations des chambres de commerce.

(3) Wiedenfeld, *Der deutsche Getreidehandel, Jahrbücher für National-ökonomie*, III^e partie, t. VII, p. 164.

(4) Une histoire de la bourse de Berlin doit, dit-on, paraître prochainement : elle comblera une importante lacune ; il nous a fallu de longs et patients efforts pour réunir quelques documents. Nous avons pu consulter diverses pièces des archives des anciens de la corporation des marchands de Berlin qui ne sont pas, malheureusement, très riches en renseignements pour les époques quelque peu éloignées.

Seidenhandlung). Dès le commencement du XVII^e siècle, l'ancienne *gilde des merciers* (Kræmergilde) fit place à la *gilde des droguistes* (Materialhandlung) (1). Chacune des deux gildes rivales sut se rattacher peu à peu les commerçants occupant des professions voisines et même assez différentes : au cours du XVIII^e siècle, banquiers, expéditeurs étaient répartis, inégalement, il est vrai, entre la gilde du commerce de drap et de soie transformée et la gilde des droguistes (2). Si nous en croyons un assez ancien témoignage, les membres de cette dernière se seraient rassemblés jusqu'en 1696 chez leurs *anciens* et, depuis lors, *sur le Mühlenendamm, sur le passage qui menait au pont des pêcheurs* (3).

La *gilde du commerce de drap et de soie* prit une importance considérable après la révocation de l'Edit de Nantes et l'immigration de protestants français ; elle devint en 1716 la *gilde de l'ensemble des marchands et commerçants allemands et français* (Gilde der sæmmtlichen deutschen und franzcœsischen Kauf-und Handelsleute). C'est justement dans l'acte confirmant les anciens privilèges à la corporation transformée que nous trouvons pour la première fois mention d'une *bourse* (Beurse) berlinoise : les quatre maîtres de la gilde, y est-il dit, doivent réunir deux fois par an les divers membres de celle-ci soit à la bourse soit dans une de leurs demeures (4).

En 1738, le roi Frédéric-Guillaume, *toujours fort économe lorsqu'il s'agissait de luxe*, donna aux deux corporations, et sur leur demande, un assez grand espace de terrain dans son *jardin de plaisir* « afin qu'elles y bâtissent une nouvelle

(1) *Festschrift zur Feier des 50 jährigen Bestehens der Korporation der Berliner Kaufmannschaft am 2 Maerz, 1870*, p. 25 et s.

(2) (Nicolai) *Beschreibung der kœniglichen Residenzstädte Berlin und Postdam*, Berlin, 1796, p. 468.

(3) *Eod. loc.*, p. 469.

(4) « Renovirte Konfirmation über die Handelsordnung und Gildeartikel der sæmmtlichen deutschen und franzcœsischen Kauf-und Handelsleute hiesiger Residenzien », éd. spéc. Berlin, 1716, se trouve aussi dans le *Corpus Constitutionum Marchicarum*, VI Theil, Nachlese XII.

et plus grande bourse, à la place de la bourse qui a existé jusqu'à présent et est tombée en ruine (1) ». Les travaux nécessaires furent exécutés ; dès l'année suivante, paraissait le premier *règlement de bourse* (Börseordnung) (2). *Sa Majesté* avait trouvé « bon pour le profit des corporations de marchands et la prospérité du commerce de faire place à une bourse dans la cité royale, afin que les commerçants s'y réunissent chaque jour, y traitent ensemble leurs opérations commerciales et qu'il en résulte quelque avantage pour le commerce ». *Pour éviter tout désordre*, un règlement était publié : « Comme on fait surtout, dans une bourse publique, des opérations sur le change et avec l'extérieur et qu'aucun des maîtres actuels des gildes ne connaît par profession, il devient nécessaire que deux hommes de la corporation qui s'occupent professionnellement du change et du commerce extérieur soient élus et institués comme anciens de la bourse » (art. 1). Le sectionnement de la direction des gildes et de la direction de la bourse est donc dû, dans une certaine mesure, à une circonstance fortuite.

Le trafic se concentre d'une façon plus spéciale *durant les deux grands jours de poste* ; on tolère alors que les réunions commencées à onze heures durent après midi et se prolongent selon les besoins. « Cependant la bourse sera ouverte tous les jours, excepté le dimanche et les jours de fête.... et chacun restera libre d'y apparaître selon les circonstances et selon son commerce » (art. 2). Banquiers, négociants, *droguistes* peuvent user de la salle du bas et de celle du haut, selon leurs besoins ; « les israélites ont aussi le droit d'y apparaître s'ils ont à parler ou encore à trafiquer avec un commerçant chrétien » (art. 3).

Suivent des dispositions qui sont destinées à assurer le fonctionnement régulier de la bourse, et dont quelques-unes

(1) *Archives des anciens* ; l'acte de donation est encore inédit !

(2) Publié *in extenso* dans la *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin* du 28 juillet 1891 ; un très court extrait dans Ehrenberg, *Zeitalter*, t. II, p. 351.

méritaient notre attention spéciale : le roi accorde aux commerçants le *privilege* de faire eux-mêmes la police à l'intérieur de la bourse ; les « anciens peuvent, à l'occasion, appeler à l'aide la force publique ». Ce droit de surveillance intérieure, dont les commerçants allemands étaient si fiers, avait donc, à Berlin, une existence de plus de cent cinquante ans, lorsque l'institution d'un *commissaire de l'État* fut votée pour assurer une sorte de contrôle. Au cas de différend entre deux visiteurs de la bourse, les *anciens* doivent s'entremettre et faire fonction de conciliateurs « avant que l'on ne vienne en justice et que l'on n'y fasse de grands frais » ; les parties restent libres d'aller *in foro ordinario et competenti* : c'est là un premier pas vers les tribunaux arbitraux de bourse. « Chaque personne qui a affaire avec les seuls membres de la corporation des marchands aura entrée libre à la bourse, y vendra son bien, y exercera sa profession, mais devra agir avec modération » ; la bourse de Berlin apparaissait donc comme un lieu public de réunion, dans la mesure où la publicité pouvait être admise avec l'ancien régime des corporations.

Le « règlement pour les deux gildes commerçantes » du 5 juillet 1805 est sensiblement plus complet (1). Les membres du comité directeur (Börsenvorsteher), au nombre de quatre, deux chrétiens et deux israélites, se partagent le *pouvoir arbitral* (2) (art. 1). Il sera tenu un registre où l'on inscrira les opérations faites à la bourse (art. 2). Les courtiers devront dire aux membres du comité directeur à quels prix on a fait des opérations de change pour permettre d'établir les cours (art. 4). « Les membres des deux gildes seront membres de droit de la corporation de bourse (Börsen-korporation) et payeront à leur gilde un droit pour l'entretien de l'établissement. Les fabricants et autres personnes autorisées par concession royale à faire ici le commerce, les commerçants juifs, en tant qu'ils auront occupations ici

(1) Publié aussi *in extenso* dans la *Correspondenz* à la suite du règlement précédent. Une nouvelle bourse avait été ouverte en 1800.

(2) Lisons *droit de direction*.

même, pourront entrer dans la corporation de bourse, mais auront à payer annuellement trois thalers pour subvenir aux frais. Les membres de la gilde des bateliers de l'Elbe sont également membres de la corporation, cependant ils devront payer chaque année comme contribution aux frais cinquante thalers sur la caissè de la gilde » (art. 11). « En dehors des rouliers et des bateliers, tout particulier, artiste, artisan, et en général toute personne qui aura à parler avec un des membres de la corporation de bourse ou à faire des opérations commerciales, pourra entrer à la bourse sans avoir à devenir membre de la corporation » (art. 13).

Le *statut de la corporation des marchands de Berlin* du 2 mars 1820 dissolvait les deux anciennes gildes et la *corporation de bourse*; à leur place se formait de tous les marchands et négociants de Berlin qui voudraient acquérir ou conserver dans l'avenir les droits assurés aux commerçants par le *Code général pour les États prussiens* (foi des livres de commerce, capacité pour faire des opérations de change) une société sous le nom de *Corporation des marchands de Berlin*. Les commerçants de toutes sortes qui pensaient ne pas avoir besoin des institutions propres au droit du commerce n'étaient point forcés de faire partie de la corporation (1).

Pour devenir membre de la corporation, il suffisait d'avoir la majorité civile, la pleine disposition de ses biens, le droit de bourgeoisie et une bonne réputation (art. 4). La corporation avait à défendre « l'intérêt du commerce local dans toutes ses branches », à diriger « les établissements ou institutions publiques qui servent à son fonctionnement, autant que leur propriété ou leur administration leur revient ou leur est donnée par l'État » (art. 8).

Le même statut nous parle pour la première fois d'un *commissariat de bourse* chargé, par délégation, pour ainsi dire, d'une partie des fonctions qui revenaient à la corpora-

(1) *Statut für die Kaufmannschaft zu Berlin*, Berlin, 1820.

tion. « Les anciens élisent chaque année quatre commissaires de bourse d'entre leurs membres qui sont chargés du maintien de l'ordre extérieur des deux séances de bourse et de la surveillance sur celles-ci, afin que les dispositions contenues dans ce règlement soient bien respectées. D'ailleurs les anciens déterminent les droits et les devoirs de ces quatre commissaires de bourse et se font remettre un rapport sur les cas disciplinaires qui sont réservés à leurs jugements » (art. 45).

Le règlement de bourse du 7 mai 1825 (1) apportait les modifications devenues nécessaires depuis la promulgation de ce dernier statut. Après une définition, il contenait cette disposition, conservée depuis lors : *il ne peut être autorisé à Berlin qu'une seule bourse* (art. 1). « La bourse est une institution appartenant à la corporation des marchands de Berlin ; a le droit de prendre part aux réunions de bourse, tout commerçant qui n'appartient pas à la corporation s'il paie la cotisation prescrite par l'article 5 ; comme d'ailleurs tout le monde, avec cependant les restrictions des articles 3 et 4 (les personnes du sexe féminin, les personnes qui ne font pas le commerce, les personnes en faillite ou en suspension de paiement aussi longtemps que durent la faillite ou la suspension des paiements, parfois même plus longtemps...) (art. 2). Suivait, incidemment, un principe qui caractérise assez bien le régime de la bourse de Berlin : *Sans causes importantes, personne ne peut en être exclu* (art. 4). Les dispositions assez vagues de l'article 5 méritent notre attention, car elles ont engendré une nouvelle institution : « La participation aux frais des réunions de bourse est de trois thalers... Les étrangers et telles personnes qui n'appartiennent point au commerce ne sont pas obligés à cette participation » ; ceux-ci pourront verser leur obole dans un tronc pour offrandes volontaires aux pauvres. Les commis-

(1) Ed. sép. *Börsenordnung für die Kaufmannschaft zu Berlin*, Berlin, 1825 ; se trouve dans la *Gesetzsammlung für die königlich preussischen Staaten*, Jahrg. 1825, n° 943.

saires exercent la police de la bourse (art. 9), fixent les cours (art. 10), surveillent les courtiers (art. 17) et proposent telles ou telles modifications aux règlements intérieurs.

Depuis 1825, les nouveaux règlements de bourse ont apporté à l'organisation générale de nombreuses modifications sur des points de détail : « Le ton patriarcal suffit de moins en moins pour le trafic augmentant sans cesse » (1) ; diverses institutions accessoires vinrent se greffer sur l'organisation primitive sans en changer nullement le caractère.

Une nouvelle institution apparut notamment en 1858 : l'exigence d'une carte d'entrée de tout visiteur de la bourse. Ce ne fut point là originairement une mesure de police, comme beaucoup de personnes sont tentées de le croire. En 1857 (2), les anciens de la corporation se plaignaient de ce que les exceptions, prévues par l'article 5 du règlement de 1825, laissaient place à des doutes dont de nombreuses personnes cherchaient à profiter. Pour couper court à des interprétations sans cesse plus extensives, il fut décidé que toutes les personnes qui visiteraient la bourse, sauf les membres de la corporation, les étrangers, les courtiers et les employés de la bourse, participeraient à son entretien et à ses frais et payeraient une cotisation à l'avance ; les étrangers ne devraient point user de la carte, qui leur serait délivrée, durant plus de trois séances (3).

(1) *Uebersicht über die Entwicklung des Handels und der Industrie von Berlin, von 1880 bis 1894, herausgegeben von den Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1895, p. 41.

(2) Archives de la corporation. *Acta der Corporation der Kaufmannschaft von Berlin, betr. die Erbauung eines neuen Börsenhauses in specie die Beschaffung der dazu erforderlichen Geldmittel*, surtout p. 11.

(3) *Gesetzsammlung für die königlich preussischen Staaten*, Jahrg. 1858, n° 4911 : *Zusätzliche Bestimmungen zur Börsenordnung für die Korporation der Kaufmannschaft zu Berlin*. — Très différent le procédé employé en 1818 à Leipzig pour assurer la participation aux frais : tout commerçant en gros était supposé assister aux réunions de bourse ; une déclaration expresse était nécessaire pour écarter cette présomption (v. *Al-lergnädigst confirmirte Leipziger Börsenordnung von dem 9 janvier 1818*, art. 4 et 5).

Le 20 avril 1866 paraissait un règlement très complet (1); le 26 février 1870, l'organisation de la corporation des marchands recevait d'assez sensibles modifications (2); les 17 août 1872 et 17 septembre 1876, on ajoutait quelques dispositions à celles qui visaient l'admission des personnes à la bourse et leur exclusion; le 12 août 1874, le commissariat de bourse prenait une plus grande indépendance vis-à-vis des anciens de la corporation; enfin, le 15 juillet 1884 un nouveau règlement mettait une certaine homogénéité dans ces réformes. C'est lui qui était en vigueur, avant le 1^{er} janvier 1897, non sans avoir reçu encore quelques modifications.

La bourse de Berlin est toujours la propriété de la corporation des marchands, qui fit construire en 1860, et agrandir depuis lors, un édifice, destiné aux réunions quotidiennes et aux bureaux, et qui avait tout à la fois un droit, non seulement d'*external control* (3), mais aussi d'*internal control*. Pouvaient devenir membres de cette corporation « toutes personnes exerçant professionnellement le commerce ou les sociétés commerciales par actions domiciliées à Berlin ou à Charlottenbourg » (Statut révisé de la corporation).

Depuis la publication du Code de commerce et l'établissement du *registre du commerce*, la participation à la corporation n'offrait plus à beaucoup de personnes de nombreux avantages; aussi s'en était-on tenu souvent écarté; ceci, comme d'ailleurs l'impossibilité, pour certaines personnes désireuses de fréquenter la bourse, de se faire admettre dans la corporation, expliquait l'importance des dispositions concernant l'admission à la bourse: l'exigence d'une carte d'entrée de tout visiteur, dont nous avons vu l'origine, devint

(1) Tous les règlements de bourse de Berlin et leurs modifications successives sont publiés depuis 1866 dans le *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*.

(2) *Eod. loc.*, t. XV, p. 494.

(3) Emery, *Speculation on the Stock and Produce-Exchanges of the United States*, New-York, 1896, p. 14.

peu à peu la base de mesures de police (1), sans cependant enlever à la bourse son caractère d'institution quasi-publique.

La bourse de Berlin servit tout d'abord, d'une façon plus spéciale, aux opérations de change ; le trafic en valeurs n'y prit d'importance qu'au commencement de ce siècle ; la section, que l'on appelait *bourse de produits*, apparut assez tard ; une troisième section, *la bourse de marchandises*, qui devait servir au trafic « en produits bruts utilisés par l'industrie textile, en semi-manufacturés, en manufacturés et, en plus, en toutes les marchandises qui seront indiquées tôt ou tard (2) » et qui fut ouverte le 3 janvier 1887, n'eut qu'une existence éphémère (3).

(1) « La carte d'entrée à la bourse ne doit pas être donnée aux mineurs, aux personnes du sexe féminin, aux personnes qui ne jouissent pas de tous leurs droits civils, aux personnes en tutelle pour cause de prodigalité ou de faiblesse d'esprit, aux personnes dont la faillite est ouverte, aux personnes condamnées pour banqueroute frauduleuse par un jugement passé en force de chose jugée.

« On ne peut refuser la carte d'entrée aux personnes majeures du sexe masculin : si elles ne se trouvent pas dans les cas prévus précédemment et a) si elles sont membres de la corporation des marchands de Berlin ou b) si elles sont inscrites sur le registre du commerce de Berlin et de ses faubourgs comme propriétaires, associés ou fondés de pouvoirs d'une maison de commerce, ou comme directeurs d'une société par actions ou d'une association, c) si elles servent d'agents aux personnes désignées sous a) ou b) et que leur admission à la bourse soit demandée par leur chef, d) si elles doivent venir à la bourse pour l'exercice de leur fonction ou de leur service... La carte d'entrée peut être donnée et retirée par les anciens de la corporation des marchands de Berlin et sans qu'aucun recours soit possible contre cette décision, e) aux commerçants ou fondés de pouvoirs indépendants qui ne demeurent pas à Berlin ou dans ses faubourgs, f) aux personnes qui exercent une profession utile au trafic en bourse de produits ou marchandises, g) aux rapporteurs de la presse.

« Les personnes qui ne sont pas membres de la corporation des marchands de Berlin ne peuvent avoir une carte d'entrée que si elles présentent une recommandation écrite venant de trois membres de la corporation.

« Pour l'admission passagère d'étrangers, la recommandation d'un membre de la corporation suffit. » (*Revidirte Boersenordnung*, § 4.)

On ne pouvait retirer cette carte d'entrée que pour des motifs graves, indiqués limitativement par le règlement (*ead. loc.*, § 5).

(2) *Correspondenz der Aeltesten*, 14 mai 1884. Cf. art. 1^{er} du règlement de 1884.

(3) Fermeture 1^{er} janvier 1888. *Handb. der Berliner Fondsboerse*, 1895, p. 91.

Les commerçants en grains avaient formé vers le milieu de ce siècle une association, qui « se réunissait sous le même toit que la manufacture royale de porcelaine, dans une salle louée » ; « la prescription du règlement de bourse d'après laquelle *il ne peut y avoir qu'une bourse à Berlin*, eut pour conséquence de rendre le marché en gros des grains une partie intégrante de la bourse » (1).

Vers 1850 (2), on établit à Berlin un marché en grains, farines et fourrages qui eut lieu quatre fois par semaine sur le Gendarmenmarkt. Lorsque, en 1863, on crut nécessaire de transférer, par mesure de police, l'endroit des réunions à l'Oranienplatz, en un quartier quelque peu lointain, les représentants directs de la consommation ne voulurent plus y prendre part, et deux commerçants délégués par les personnes intéressées, louèrent aux *anciens de la corporation des marchands* la colonnade et le vestibule de la nouvelle bourse pour s'y assembler quatre fois par semaine de huit à neuf heures et demie du matin. Dans le contrat passé entre la Corporation et leurs locataires, il était dit que l'entrée du marché serait libre, que l'on ne pourrait exiger des visiteurs qu'une *carte de légitimation*, et que les dispositions légales visant les bourses et notamment la bourse de Berlin ne sauraient trouver leur application en de telles circonstances, parce qu'il ne s'agirait point d'une *bourse*, au sens exact de cette expression. Les réunions eurent lieu, sans interruptions, jusqu'en 1890 ; c'est alors que fut signé le dernier contrat de location entre les *anciens de la corporation* d'une part et, de l'autre, un représentant des commerçants en grains et un représentant des commerçants en œufs : toute la bourse était mise à la disposition des personnes, présen-

(1) Material, *Sten. Ber.* A la suite de quels événements apparut la bourse en produits, c'est ce que nous verrons dans la seconde partie, chapitre V, sur la base des documents conservés dans les Archives de la Corporation des marchands de Berlin, cote g. 25.

(2) V. surtout le rapport des anciens du 15 décembre 1896 (*Correspondenz der Altesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 30 déc. 1896).

tant une carte délivrée (moyennant paiement d'une cotisation) par la *commission élue pour le marché du matin*, tous les jours de huit heures et demie à dix heures et demie du matin.

Deux fois par semaine, apparaissaient au *marché du matin* les commerçants en œufs ; tous les jours on n'y trafiquait que sur les grains, notamment sur l'avoine et sur l'orge, sur les farines et sur le fourrage.

Parmi les visiteurs réguliers, on comptait trois cents commerçants en grains, courtiers, meuniers, boulangers, environ cent vingt commerçants en fourrage, une quinzaine de rouliers et deux cent cinquante marchands d'œufs. On y faisait surtout des marchés effectifs ; les commissionnaires, les commerçants en gros qui s'y rencontraient y faisaient parfois des marchés à terme.

Était-ce là un *marché* ou une *bourse*? La situation intermédiaire entre la *bourse de produits* et le vrai marché aux grains, transporté récemment de l'Oranienplatz à la gare de Gœrlitz, lui donnait un caractère difficile à déterminer. Il est préférable de suivre, au point de vue économique, la solution donnée, au point de vue purement juridique, par la haute cour administrative en ce qui concerne des réunions très voisines (1), et de lui reconnaître un caractère particulier.

III

La ville de Francfort sur le Mein (2) prit une certaine importance dans le commerce international, après que la Hollande fût devenue autonome. Le développement du change

(1) *Entscheidungen des Ober-Verwaltungsgerichts*, t. IX, p. 309, t. XV, p. 373, t. XVI, p. 346.

(2) M. Hatschek, secrétaire de la chambre de commerce de Francfort, n'a pu nous trouver dans les archives de la chambre de commerce le moindre document sur l'histoire de la bourse de Francfort ; l'archiviste de la ville, interrogé par celui-ci, n'a pu lui fournir le moindre renseignement.

en fut une conséquence : dans les premières années du XVII^e siècle, Francfort eut sa bourse *sur le Ræmersberg*. La guerre de Trente ans porta à cette place un coup dont elle ne se releva, pour prendre alors une grande importance, qu'après la chute d'Amsterdam, après la prise de la Hollande par les Français (1).

Avant le 1^{er} janvier 1897 (2), la Chambre de commerce de Francfort exerçait directement la surveillance sur la bourse et l'administrait ; elle fixait aussi elle-même les *usances*. Les réunions quotidiennes avaient lieu dans un bel édifice, bâti il y a quelque vingt ans et appartenant à une société par actions, dont les dividendes étaient fournis par la location de diverses places, de certains bureaux et de quelques salles et par le droit d'entrée exigé de tout visiteur régulier de la bourse. Le trafic n'avait lieu que sur les valeurs, sur les espèces et sur le change. La bourse était quasi-publique : les conditions pour y être admis étaient si voisines (3) de celles que nous avons rencontrées dans le règlement de la bourse de Berlin, que nous renonçons à les transcrire. Le soir, une association de banquiers, l'*Effekten-Societæt*, se réunissait dans la partie ouest de la bourse, sous la surveillance d'un comité privé. Francfort n'avait pas de bourse de produits, mais chaque lundi, une foire de grains : les réunions, sans la moindre organisation, avaient lieu sur la place de la bourse sous la surveillance de la police locale.

Les autres bourses du royaume de Prusse avaient une organisation très voisine de celle des bourses de Berlin et de Francfort, sans jamais leur être absolument identiques (4) : toujours, une surveillance soit médiate, soit immédiate d'une chambre de commerce ou d'une corporation marchande ; toujours l'exigence d'une carte d'entrée des visiteurs de la bourse, qui apparaissait comme un moyen d'assurer le paiement

(1) R. Ehrenberg, *Das Zeitalter*, t. II, p. 246 et s.

(2) Puls, *Frankfurter Börsen-Handbuch*, I Theil, passim.

(3) Mais moins strictes.

(4) Material, *Die haustsächlichsten Börsen*.

d'une cotisation ; l'organisation en était plus ou moins compliquée selon les besoins particuliers de la place.

A côté d'institutions qui avaient d'une façon très nette le caractère de bourse, on rencontrait en divers endroits de la Prusse, notamment à Duisbourg, à Dortmund, des réunions privées de commerçants en produits, qui ne pouvaient être soumises à la réglementation particulière des marchés publics et qui avaient cependant une organisation trop rudimentaire (une juridiction arbitrale y existait en fait et non en droit, etc.), pour être considérées comme des bourses ; on leur reconnaissait, généralement, une nature particulière, comme au *marché du matin* de Berlin..., toutes les fois que l'on songeait à elles.

IV

Les représentants du commerce hambourgeois devant la commission d'enquête insistèrent, à maintes reprises, sur la situation particulière de leur bourse, lieu public de réunion ; *ouvert durant tout le jour et pouvant servir de passage à tous ceux qui la trouveraient sur leur chemin* (1). C'était, là, à certaines heures de la journée, *le point central de l'activité civique de cette cité* ; s'y rencontraient non seulement les commerçants, mais encore des avocats, notaires, fabricants, expéditeurs (2). Chaque jour, vers deux heures, six mille personnes s'y trouvaient assemblées.

Une courte histoire de la bourse de Hambourg nous fera mieux saisir la situation particulière en Allemagne aux bourses des villes hanséatiques (3).

(1) Material, *St-Ber*, p. 227.

(2) Von Halle, *Der freie Handelsmakler in Hamburg und Seine Stellung (Jahrb. für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft, Jahrg. XVI)*.

(3) Sur l'histoire de la bourse de Hambourg, *Programm der Einweihungsfeier der neuen Börse in Hamburg am Donnerstag, dem 2 Dez. 1841* ;

Durant le moyen âge, le commerce de Hambourg se trouvait entre les mains des commerçants en détail (*débitants de drap*, et *droguistes*) et des *commerçants par mer*. Ceux-ci formaient des *sociétés* dont les trois premières et principales sont celles des *navigations pour la Flandre* (Flandernfahrer), des *navigations pour l'Angleterre* (Englandsfahrer), et des *navigations pour l'île de Schonen* (Schonenfahrer), selon le pays avec lequel ils étaient en relations suivies d'affaires. L'ensemble de ces trois *sociétés* fut appelé *ensemble des commerçants* (Meenen Kopmann) et, en 1517, doté d'un conseil Kaufmannsrath).

En 1558, le conseil de la cité offrit aux commerçants un terrain pour leur servir de lieu de réunion. Avant cette époque, chaque corporation ou plutôt toutes les personnes appartenant à un commerce déterminé avaient, sans doute, quelque lieu d'assemblée plus ou moins particulier : cette concentration, produit souvent d'un mouvement inconscient, ne s'était-elle point portée déjà sur quelque endroit fort voisin de celui que choisissait le conseil, en plein cœur de la cité ? En tout cas, il ne fut point aisé de réunir l'argent nécessaire pour daller la nouvelle bourse, l'entourer d'un petit mur, sauf du côté de l'eau où l'on établirait de solides garde-fous en pierre. Rien ne peut mieux faire saisir la nature de la nouvelle institution que la liste des personnes qui participèrent à ces frais d'aménagement : si les sociétés existantes, les *anciens*, versèrent d'assez médiocres contributions, les comptoirs de Londres, Bruges et Bergen, des voyageurs étrangers, des membres du conseil et 188 citoyens, à titre particulier, donnèrent la presque totalité de l'argent nécessaire (1). La bourse recevait ses premiers visiteurs en 1560.

Die alte Børse, ihre Gruender und ihre Vorsteher, von G. H. Kirchenpaner. — La brochure *Zur Erinnerung an die Eröffnung der neuen Børse in Hamburg am 2 Dezember 1841*, *Gedenkblatt, Hamburg 2 December 1891* en contient un résumé et prolonge l'histoire de la bourse de Hambourg jusqu'à nos jours, sans toutefois nous fournir de renseignements intéressants sur bien des points importants.

(1) Kirchenpauer, *Die alte Børse*, p. 7.

Il est probable qu'aucune surveillance spéciale ne fut exercée sur la bourse durant les premières années ; dès 1570, *parce que beaucoup de pirates reparurent en mer*, le conseil décida que chacune des trois sociétés qui formaient l'*ensemble des commerçants* nommerait deux *anciens des marchands* (Kaufmannsælterleute), qui seraient chargés de la direction de la bourse.

Dans les années qui suivirent, la ville fut envahie par des étrangers (émigrants hollandais, juifs portugais et marchands anglais) ; ceux-ci ne firent point partie des anciennes sociétés, dont les privilèges disparaissaient avec la chute de la Hanse. En 1577, les *débitants de drap*, plus exactement les *marchands de laque*, construisirent dans la bourse même une halle qui, « ouverte aux vents de toutes parts, protégeait d'une façon à peine suffisante contre la neige et la pluie ». Ce sont là deux événements qui jouèrent un rôle important dans l'histoire de la bourse de Hambourg : d'une part un élément dissociateur de tout le système exclusif du moyen âge ; de l'autre, une lutte de tous instants, en principe, sur une question de propriété, en réalité, sur le droit de diriger la bourse.

En 1616, les personnes chargées d'administrer et de surveiller la bourse prenaient le nom d'*anciens de la bourse*, que leur contestent immédiatement les chefs des *détaillants du drap* ; en 1623, une nouvelle institution commerciale, l'*amirauté*, est nommée par les *personnes qui se livrent au commerce maritime* ; enfin, en 1665, les mêmes personnes se réunissent en une assemblée de *notables commerçants* (der ehrbare Kaufmann) et nomment la *députation du commerce* (Commerzdeputation), à qui est revenu, sans conteste, au cours de ce siècle, le droit de diriger la bourse, et à qui ce droit est demeuré, car c'est elle qui persiste sous le nom moderne de *chambre de commerce* (1).

(1) Nous ne pouvons point insister sur la lutte des anciens de la bourse et des tailleurs de drap sur laquelle vint se greffer la lutte des tailleurs

En 1669, le conseil de la cité avait agrandi considérablement la halle construite par les *débitants de drap* ; « la bourse offrait alors un abri à la majeure partie des visiteurs ». Au cours du XVIII^e siècle la galerie couverte devint insuffisante. En 1804, von Hostrup ouvrit au milieu de la cité une salle privée où les commerçants pouvaient se réunir sans être exposés aux intempéries. Ce fut là la *Børsenhalle* appelée aussi *Abonnements-Institut* : moyennant une cotisation, on trouvait non seulement un abri confortable, mais des journaux, des revues, des renseignements commerciaux (1). En 1814, lorsque la bourse devint une écurie, la *salle de bourse* un magasin à fourrages, les transactions se firent dans la *Børsen-Halle*.

La bourse reprit bientôt sa destination originale. Comme les principaux commerçants s'attardaient à la *Børsen-Halle* et que l'heure des réunions spécialement actives reculait sans cesse, on décida de fermer la bourse à trois heures et demie : mesure inutile, bientôt rapportée ; on décida de faire payer une sorte d'amende aux retardataires : quiconque arriverait à la bourse après une heure devrait déboursier trente pfennigs. Cette institution a persisté dans tous les règlements de bourse ; elle ne modifie nullement le caractère des réunions.

Les anciens bâtiments étaient depuis longtemps insuffisants, lorsque l'on s'entendit pour faire construire une bourse complètement couverte, qui fut terminée en 1841. Celle-ci appartient à l'État qui, afin de rembourser l'emprunt contracté pour payer les frais de construction, loua les comptoirs qui entourent intérieurement la bourse, les places assises où on retrouve chaque notable commerçant, les caves, l'emplacement de la *Weinhalle*. Au premier étage de cet édifice se trouvent les bureaux et la riche bibliothèque de la Chambre de commerce, et la *neue Børsenhalle*, l'institution

de drap et de la députation du commerce : voir le travail de Kirchenpauer.

(1) Von Hostrup, *Die hamb. Børsenhalle*, Hamburg, 1804.

fondée par von Hostrup et devenue une sorte d'*avant-bourse* privée. « La Chambre de commerce avait la direction de la bourse et y exerçait la police, suivant les dispositions d'un règlement de bourse agréé par le Sénat (1) ». Ce règlement reconnaissait le droit d'entrer à la bourse à « l'ensemble du public du sexe masculin et de tenue convenable (2) » et prenait diverses dispositions pour y assurer l'ordre et la tranquillité du trafic.

La surveillance du trafic en valeurs avait des attaches assez étroites avec la Chambre de commerce, puisque la *commission des experts*, chargée de fixer les usances et les cours, de faire fonction de tribunal arbitral, était nommée par elle (3).

Dans le trafic en marchandises, comme le remarquait fort bien le professeur Weber (4), la liberté absolue, qu'on était tenté d'y reconnaître, n'était que superficielle. Des associations privées, de nature syndicale, où ne perçait aucun esprit d'exclusivisme, aucune tendance oligarchique, jouaient à Hambourg, dans le commerce des marchandises, un rôle très important : c'étaient les « associations des commerçants en grains, des personnes participant au trafic des spiritueux, des commerçants en produits extraits de pomme de terre, des commerçants en pétrole, des maisons prenant part au commerce du café, des maisons prenant part au commerce du coton », dont les règlements étaient presque identi-

(1) *Gesetz, betr. die Handelskammer*, vom 23 Januar 1880, art. 17, Jürgens, *Hamburgisches Börsen-Handbuch*, p. 1 et s. Même loi, art. 21 : « Est membre de l'assemblée d'un notable commerçant quiconque est inscrit comme tel dans le registre que tiendra la chambre de commerce. » Art. 22 : « Pourront être inscrits dans le registre sur leur demande : les commerçants inscrits dans le registre du commerce de Hambourg, qui feront surtout des opérations en gros, ainsi que les directeurs de sociétés par actions industrielles ou commerciales domiciliées à Hambourg. »

(2) *Börsen, Ordnung gültig*, vom 1 Januar 1892, art. 1. *Hamburgisches Börsen-Handbuch*, p. 11.

(3) *Hamburgisches Börsen-Handbuch*, p. 68.

(4) *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, t. XLIII, p. 116.

ques (1). Leur but était de défendre les intérêts communs et de faciliter les transactions ; les membres, qui ne pouvaient être admis que sur un vote favorable, devaient appartenir au commerce de la branche spéciale dont s'occupait l'association ; ceux-ci pouvaient fréquenter les lieux particuliers de réunion, demander l'intervention de la commission spéciale des experts au cas de différend sur l'état et la qualité de la marchandise : ces dispositions suffisent pour nous faire comprendre le rôle de ces associations.

La bourse de Brême (2) était publique, comme celle de Hambourg ; elle réunissait chaque jour un grand nombre de commerçants (1346 disait-on à la commission d'enquête). La chambre de commerce, élue par « l'ensemble des commerçants » (Kaufmannskonvent), qui se compose des membres de la *Bourse de Brême* (3), « a la surveillance des réunions quotidiennes de commerçants et la haute main sur la réglementation actuelle ou à venir » (4). Le règlement de bourse ne contenait que des dispositions de police locale : indication des heures d'ouverture et de fermeture, louage des places assises... Aux intéressés comme aux associations privées revenait le soin de fixer eux-mêmes les conditions de leur trafic. Il s'était formé quatre associations qui s'appelaient *bourse en coton*, *bourse en pétrole*, *association d'assurance maritime* et *bourse en valeurs*, qui avaient chacune leurs règlements, leurs conditions d'affaires et qui se réunissaient à la *bourse* et non en quelques locaux particuliers. Autre anomalie : la commission des experts *de la bourse en valeurs*, association privée, était sous la surveillance de la chambre de commerce (5).

(1) Tous ces règlements se trouvent dans le *Hamburgisches Handbuch*.

(2) *Bericht der Handelskammer in Bremen im Jahre 1894*, p. 43 ; Material, *Die hauptsächlichsten Börsen*, p. 52 ; *Bestimmungen der Bremer Baumwollbörse* revidiert am 26 Januar 1895.

(3) Constitution de la ville hanséatique de Brême, art. 89 (*Gesetzblatt der freien Hansestadt Bremen*, 1894, n° 4).

(4) *Gesetz betr. die Handelskammer*, art. 31 (*ead. loc.*).

(5) Nous ne pouvons parler de la bourse de Lubeck ; les commerçants

Les bourses des Etats du Centre et du Sud de l'Allemagne (1) appartenaient généralement à des associations privées de commerçants, telles la *bourse de Dresde*, la *bourse en produits de Dresde*, la *bourse de Munich*... Le gouvernement local n'avait sur elles aucun droit de surveillance. Parfois la chambre de commerce avait la haute surveillance sur la bourse, parfois tout règlement devait être agréé par elle.

Dans le royaume de Wurtemberg, le gouvernement avait un droit très particulier : d'après la loi introductive du Code de commerce (2), on ne devait considérer comme *prix de bourse*, au sens du Code de commerce, que les prix fixés dans les réunions de commerçants dont les règlements seraient agréés par le gouvernement. A Stuttgart, si la *bourse* était publique pour toute personne payant une certaine cotisation, la *bourse de produits* et la *bourse du commerce et de l'industrie* jouaient un rôle assez semblable à celui des associations privées de Hambourg.

A Nuremberg, on appelait *bourse de produits* une institution assez rudimentaire : l'existence d'*usances* et d'un *tribunal arbitral* et la périodicité des réunions (3) permettaient, dans une certaine mesure, de lui donner un tel titre. Au point de vue économique, ces réunions étaient plutôt des foires.

Munich n'avait point de bourse de produits ; ses principaux commerçants ont refusé de participer à la formation d'une telle bourse, malgré l'insistance du prince régent. Le trafic sur marchandises présentes en nature se faisait surtout sur le marché (Schranne), où le trafic sur échantillons était défendu : une ordonnance du moyen âge ou tout au moins très ancienne ne punissait-elle point de la peine capitale quiconque opérerait sur des marchandises absentes du lieu même

de cette ville nous ayant reçu avec une extraordinaire malveillance, qui masquait habilement une rare incompétence : Lubeck n'a plus qu'une haute valeur historique.

(1) Material, *Die hauptsächlichsten Børsen*, passim.

(2) Loi du 13 août 1865, art. 12 (*Lutz Protokoll Anlagenband*).

(3) *Satzungen und Handelsgebräuche der Produktenbörse in Nürnberg*.

de réunion ! Si les tribunaux se contentèrent de prononcer une amende contre quelques délinquants, sur la plainte d'agriculteurs, les grands commerçants en grains concentrèrent leur commerce sur échantillons dans leur trafic de bureau à bureau, quitte à se réunir une fois par semaine dans un café, afin d'y échanger leurs opinions, d'y trafiquer à leur aise.

L'Alsace possédait à Strasbourg sous le nom de *bourse* un lieu de réunion où se faisait quotidiennement le trafic effectif en produits, et à Mulhouse un endroit où, une fois par semaine, les industriels de la place et des environs venaient causer de leurs affaires.

V

A Francfort, la chambre de commerce se chargeait elle-même de tout ce qui concernait l'administration et la surveillance de la bourse. Sur la presque totalité des autres places prussiennes, les chambres de commerce ou corporations marchandes, qui étaient propriétaires de la bourse ou en avaient la haute direction, se voyaient aidées par des comités, plus ou moins nombreux et spéciaux, selon l'importance du marché.

A Berlin, les *anciens de la corporation des marchands* électionnaient, chaque année, les membres du *commissariat de bourse* (Börsenkommissariat), dont le nombre variable était fixé selon les besoins. Un tiers de ces commissaires devait appartenir au collège des anciens ; les autres commissaires pouvaient être choisis parmi les membres de la corporation (1). Les commissaires étaient chargés de « l'administration et de la police des séances quotidiennes et des mesures qui se rattachaient aux relations commerciales, fixation des cours, etc. (2) ».

(1) *Revidirte Börsenordnung für Berlin*, § 11.

(2) Material, *Die hauptsächlichsten Börsen*, p. 7.

Les commissaires étaient répartis dans deux sous-comités, que l'on appelait commissariat de la bourse en valeurs, commissariat de la bourse en produits ; ils exerçaient leurs fonctions d'une façon plus spéciale dans leur section.

A la bourse en valeurs on rencontrait, à côté du commissariat, la commission des experts (*Sachverständigen Kommission*), composée de six commissaires et de quatorze personnes choisies parmi les membres de la corporation qui prenaient part directement au trafic en valeurs (1). Cette commission, ou ses délégués, servait parfois de tribunal arbitral ; elle proposait toutes modifications aux *conditions* de la place.

La bourse en produits de Berlin n'avait pas une organisation absolument identique. Lorsque l'*association des commerçants en grains* abandonna son lieu ordinaire de réunion, et que ses membres fréquentèrent la bourse, on chargea une *députation* des rapports avec la *corporation des marchands*. Cette députation, composée de quatre *anciens de la corporation* et de 11 membres de la corporation faisant professionnellement des opérations sur produits, jouait un rôle fort voisin de celui de la *commission des experts* (2).

Tels étaient les principaux organes chargés de diriger la bourse de Berlin et d'en assurer l'exact fonctionnement (3).

Les autres bourses prussiennes avaient généralement un comité directeur : à Breslau, par exemple, la chambre de commerce élisait douze personnes, qui, sous le nom de commission de bourse (*Börsen-Kommission*), administraient et surveillaient la bourse (4).

A Hambourg, la chambre nommait chaque année la *commission des experts pour le commerce des valeurs à la bourse*

(1) *Revidierte Geschäftsordnung der sachverständigen Kommission der Fondsboerse.*

(2) *Geschäftsordnung für die ständige Deputation der Produktenboerse.*

(3) Les autres commissions (assez nombreuses) sont indiquées dans le *Material, Die hauptsächlichsten Börsen*, p. 8 et s.

(4) *Material, Die hauptsächlichsten Börsen*, p. 21.

de *Hambourg*, qui, composée de neuf personnes, cinq banquiers et quatre courtiers, fixait les *usances*, s'occupait du cours des valeurs, rendait des sentences arbitrales..... (1). Le commerce en marchandises se trouvait, nous l'avons vu, entre les mains d'associations privées.

Les autres bourses allemandes avaient leurs comités élus, à pouvoirs plus ou moins étendus.

VI

Les *règlements de bourse* (Börsenordnungen) sont des actes, qui, complétant les dispositions de la loi, organisent l'administration et la surveillance des bourses, en assurent l'exact fonctionnement. Dans la majorité des Etats allemands, les règlements, composés par les comités directeurs des bourses, les chambres de commerce ou les anciens de la corporation des marchands, devaient être agréés par le gouvernement (2).

« On a coutume d'entendre par *conditions* (Bedingungen), de préférence, les usages commerciaux qui ont un caractère juridique et règlent la conclusion et la solution des opérations, tandis que l'on nomme plutôt *usances* (Usancen) ceux qui se réfèrent avant tout à des faits, bien qu'il s'y trouve beaucoup de dispositions de nature juridique, ainsi celles qui concernent la livrabilité des valeurs » (3).

Les *conditions* apparaissent comme des clauses stéréotypées d'un contrat ; les difficultés qui sont résolues dans les

(1) « Organisation und Geschäftsordnung der sachverständigen Kommission für den Effektenhandel an der Hamburger Börse », Jürgens, *Börsen Handbuch*, p. 68.

(2) Ex : loi introductive du Code de commerce en Prusse du 24 juin 1861, art. 3, § 2. — Loi concernant la chambre de commerce de Hambourg du 23 janvier 1880, art. 17.

(3) G. Hahn, *Die Bedingungen für den Effektenhandel der wichtigsten deutschen Fondsbörsen*, Berlin, 1894, p. 4. Cf. aussi Laband, *Die Handelsusancen. Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XVII, p. 466.

usances semblent être de celles que les parties ne songent point à résoudre par avance.

Ceci est vrai, d'une façon spéciale, en ce qui concerne les bourses en valeurs et surtout la bourse en valeurs de Berlin (1). Citons, à titre d'exemples, quelques dispositions des *usances de la bourse en valeurs de Berlin* : les titres sur lesquels il y a, au lieu de *remis en circulation*, simplement *en circulation* sont livrables : « les actions de telle société sont livrables même si sous le texte russe se trouve une seule signature ». Dans les bourses en marchandises, cette terminologie est généralement inconnue. Les dispositions que l'on qualifierait mieux d'*usances*, trouvent place dans les *conditions*.

Conditions et *usances* méritent notre attention ; il est difficile de comprendre le *marché à terme de bourse* (Børsen-terminhandel ; børsenmæsiger Terminhandel) sans saisir leur vraie nature.

Avec le développement du trafic, les commerçants en marchandises perdirent l'habitude de stipuler point par point les clauses de leurs contrats : il s'établit peu à peu sur chaque place de quelque importance toute une série d'usages auxquels les commerçants trouvèrent aisé de se référer expressément ou tacitement (2). Que des difficultés naissent un jour, que, notamment comme à Berlin (3), les commissionnaires se voient forcés dans leurs relations avec les étrangers à des compromis fréquents et désastreux, et les commerçants réunis ou les représentants du commerce, pour ainsi dire, codifieront les *usages*.

D'autre part, que les commerçants cherchent eux-mêmes à

(1) Cette distinction était inconnue notamment à Francfort (*Frankfurter Börsen-Handbuch*).

(2) Laband dit fort bien (*Handelsusancen, Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XVII, p. 467) : « le prototype des usances est l'usage commercial tel qu'il existe entre deux commerçants dans leurs relations d'affaires ».

(3) *Archives des anciens de la Corporation des marchands de Berlin*, cote U, n° 3.

réagir contre le courant d'indécision et prennent avec l'habitude d'échanger des bordereaux celle de préciser par quelques clauses imprimées les conditions de leurs marchés ; et ces conditions, d'abord *embryonnaires*, selon le mot d'un expert de la commission d'enquête, se développeront sans cesse jusqu'à ce qu'un jour elles forment un tout homogène à la suite souvent d'une rédaction officielle ou semi-officielle.

Le jour où l'on a pu faire un marché à terme, en se référant simplement aux *usances* et *conditions* de la place ou à des formulaires communs à un certain nombre de commerçants, le *marché à terme de bourse* était né, prenait une existence distincte du *marché à terme* dont il était issu.

Les *conditions* ont actuellement un double rôle : faciliter les marchés *effectifs* en marchandises, en fournissant un cadre dont on peut se contenter d'accentuer ou d'effacer quelques traits ; donner des indications suffisamment nettes et précises pour permettre de contracter en se référant purement et simplement à celles-ci et en ne fixant qu'une, deux ou trois *clauses* du contrat : en tous cas, le prix, généralement aussi tel multiple de la quantité d'usage et la date ou la période exacte de livraison ; en un mot, faciliter les *pures opérations de bourse*.

Nous saisissons l'importance historique et actuelle de ces *conditions* ; leur nature juridique se dégage maintenant de la façon la plus aisée : ces *conditions* sont l'expression, non pas d'un droit coutumier, mais bien d'usages commerciaux ; elles lient les parties, parce qu'elles sont acceptées expressément ou supposées acceptées par elles (1).

(1) Staub, *Kommentar zum allgemeinen Handelsgesetzbuch*, p. 4 ; Behrend, *Lehrbuch*, t. 1, p. 429, y voit une certaine part de droit coutumier. — Voir surtout Hahn, *Bedingungen*, p. 5. — L'introduction des *usances* ou *conditions* ressemble généralement à celle-ci : « Toutes les opérations commerciales conclues à la bourse des valeurs de Berlin passent, autant que rien d'autre n'a été entendu, comme conclues d'après les usances de la bourse de Berlin et les conditions suivantes. »

VII

Presque toutes les bourses allemandes possédaient des *tribunaux arbitraux* (Boersenschiedsgerichte), qui assuraient, en cas de contestation, une justice rapide et n'occasionnant, généralement, aucun frais (1) et des *commissions d'experts*, chargées de résoudre les différends sur les questions de fait, notamment sur la livrabilité des valeurs et des marchandises.

Les chambres de commerce et les comités directeurs des bourses répondant aux questions qu'on leur pose sur les usages de la place, les spéculateurs et les banquiers de Francfort sur-le-Mein et de quelques autres villes prirent l'habitude de leur soumettre l'objet de leurs différends. Mais ces réponses n'étaient généralement alors que des avis ; elles ne liaient donc point les parties en cause (2) : il ne pouvait s'agir alors de vraies *sentences arbitrales*.

Le Code de procédure civile pour l'empire allemand consacre son dernier titre aux décisions d'arbitres ; retenons-en les dispositions suivantes :

Art. 852 : « Un compromis sur des contestations futures n'est valable que s'il a pour objet un droit déterminé et des contestations qui s'y rattachent. »

Art. 866 : « La sentence arbitrale produit entre les parties tous les effets d'un jugement rendu en dernier ressort. »

Art. 867 : « L'annulation de la sentence arbitrale peut être demandée :

4^o Lorsque la partie n'a pas été entendue comme elle en avait le droit.

(1) Horovitz (*Das Verfahren vor den Boersenschiedsgerichten in Oesterreich*, Wien, 1896) a fait un exposé de droit comparé fort intéressant (v. p. 256 la partie relative à l'Allemagne).

(2) Material, *Stenographische Berichte*, p. 431 : l'avis demandé ne fut pas toujours respecté.

5° Lorsque la sentence arbitrale n'est pas motivée. La sentence arbitrale ne peut pas être annulée pour les motifs spécifiés aux numéros 4 et 5 du présent paragraphe, lorsque les parties sont convenues du contraire. »

La clause compromissoire est contenue dans les *conditions*; elle apparaît comme une des clauses du contrat que l'on passe chaque fois que l'on opère en se référant expressément ou tacitement à ces *conditions*; elle est donc valable.

L'acte, qui règle la procédure devant les tribunaux arbitraux de bourse (un règlement, une disposition des conditions), a généralement soin d'écarter les causes de nullités écrites en l'article 867, nos 4 et 5 pour éviter de longs débats, de longues formalités, souvent complètement inutiles.

A la bourse en valeurs de Berlin (1), le *tribunal des trois hommes* (Dreimännergericht), composé de trois membres de la *commission des experts* (Sachverständige Kommission), siégeait à la bourse chaque jour et à certaines heures pour régler *oralement et en dernière instance*, « les différends concernant la livrabilité des valeurs ou l'interprétation ou l'application des conditions et usances ». La sentence était facile à rendre; il s'agissait généralement de simples questions de fait et le souvenir d'événements identiques rendait toute décision plus aisée. Si la solution offrait quelques difficultés, on renvoyait les parties à un jour prochain où la commission des experts rendait sa sentence en assemblée générale.

Au cas de différend d'une autre nature, les parties pouvaient s'adresser aux tribunaux ordinaires ou bien, d'un commun accord, au *tribunal des trois hommes*, à trois membres de la *commission des experts*, choisis par les parties, ou à la *commission arbitrale des anciens de la corporation des*

(1) *Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner Fondsboerse*, § 11; *Revidirte Geschäftsordnung der sachverständigen Kommission der Fondsboerse*, II Abschnitt, Hahn, *Bedingungen*, p. 66 et Material, *Die hauptsächlichsten Börsen*, p. 10 et 11.

marchands, cinq *anciens* qu'assistait un jurisconsulte avec voix consultative.

« Aux obligations de la commission des experts (pour le commerce des valeurs à la bourse de Hambourg) appartient celle de rendre des sentences arbitrales :

a) Dans les cas prévus dans les usances ;

b) Dans les cas où les parties demandent les décisions de la commission... (1) »

A la bourse en produits de Berlin (2), les *experts assermentés* jouaient le même rôle que le *tribunal des trois hommes* à la bourse en valeurs ; ils décidaient si telle marchandise répondait ou non aux désignations du contrat (3) : ces experts étaient, en principe, au nombre de trois ; ils étaient au nombre de cinq sur la demande de celui qui devait recevoir les produits. « Tous les différends, issus du contrat, sont résolus par un tribunal arbitral. Les arbitres sont élus pour trois ans, dans une assemblée générale des membres corporés de la bourse en produits, convoquée par les anciens de la corporation... Le président du collège des anciens nomme trois arbitres dont le plus âgé prend la présidence » (4). La *députation établie* (Stændige Deputation) joue aussi le rôle du tribunal arbitral, « *autant qu'une autre juridiction n'a pas été prévue par contrat* ». « Tous les visiteurs de la bourse sont tenus de prendre droit devant la députation ». « La députation est chargée de rendre une sentence sur les différends de toutes sortes, autant que les parties y font volontairement appel » (5).

La chambre de commerce de Hambourg offrait comme tribunal arbitral, au cas de différends dans le commerce de marchandises, un comité composé d'un membre de la cham-

(1) *Geschäftsordnung der sachverständigen Kommission für den Effektenhandel an der Hamburger Börse* (Hamburgisches Börsen Handbuch, p. 68.

(2) Material, *Die hauptsächlichsten Börsen*, p. 16.

(3) *Berliner Bedingungen für den Handel... auf Lieferung*, § 7.

(4) *Eisd. loc.*, § 15.

(5) *Geschäftsordnung für die ständige Deputation*, Abschnitt II.

bre, de deux personnes choisies par elle « en tenant compte, autant que possible, de leur branche commerciale » (1).

Les membres des *associations* étaient généralement « autorisés à demander l'avis du comité directeur au cas de difficultés sur l'état et la qualité des marchandises vendues ou achetées et ses décisions au cas de tous autres différends, si toutefois l'objet du débat ne dépassait pas une valeur de 1800 marks » (2).

Contentons-nous d'indiquer les institutions privées, qui étaient destinées à assurer un plus exact fonctionnement des bourses et qui, sans en faire partie intégrante, y jouaient cependant un rôle fort important : nous les retrouverons plus tard, alors que nous pourrons mieux en comprendre l'utilité et le fonctionnement. *Associations de liquidation* (Liquidationsvereine), *associations d'escompte collectif* (Vereine Collectiv-Skontro) etc., dont le but était de centraliser la liquidation des marchés à terme en valeurs ; *bureaux de notifications* (Kündigungsbureaus), destinés à faciliter le règlement par *filiales* ; *caisses de liquidation* (Liquidationskasse), sociétés ayant pour but principal d'assurer les commerçants contre l'insolvabilité de leurs contreparties.

(1) *Hamburgisches Börsen-Handbuch*, p. 93.

(2) *Eod. loc.* (*Verein der Getreidehändler, Statuten*), p. 96. V. Material, *Stenog. Ber.*, p. 3285 : le tribunal arbitral du syndicat de Magdebourg ; les articles 24 et s. des *Bestimmungen der Bremer Baumwollbörse* sont très intéressants.

CHAPITRE III

L'ORGANISATION DES BOURSES ALLEMANDES SELON LES PROJETS DE RÉFORME, LA LOI DES BOURSES ET LES NOUVEAUX RÈGLEMENTS DE BOURSE.

- I. — Principes qui sont les conséquences de la *voie moyenne* suivie par la commission d'enquête : administration des bourses par les commerçants ; faculté d'intervention de la part de l'Etat. Le gouvernement impérial, ses devoirs ; la commission des bourses.
- II. — Rôle des gouvernements locaux ; les nouveaux règlements de bourse. — Nouveaux caractères de nombreuses bourses allemandes.
- III. — Les réunions du palais des fées étaient-elles des réunions de bourses au sens de l'expression *bourse* dans la loi du 22 juin 1896 ? principes juridiques et questions de fait. — Les réunions d'associations privées, ayant le caractère de bourses, peuvent-elles être interdites depuis le 1^{er} janvier 1897 ? Solution sur la base de la législation du royaume de Prusse.
- IV. — Les commissaires de l'Etat : origines de cette institution ; son sens économique ; son médiocre succès devant la commission d'enquête ; son succès croissant dans le projet de loi et devant la commission parlementaire. — Les dispositions de la loi des bourses ; premiers résultats de cette institution.
- V. — De l'admission à fréquenter les bourses allemandes : sa très médiocre importance pour faire diminuer le jeu de bourse et l'agiotage. — Le régime idéal pour l'admission aux bourses allemandes selon la commission d'enquête. — Modifications faites en ce sens par les règlements de bourse.
- VI. — Motifs d'exclusion des bourses allemandes. — Leur police.
- VII. — Les nouveaux tribunaux d'honneur : leur rôle ; leur organisation dans la nouvelle loi ; premiers résultats de cette institution.
- VIII. — Principes sur la compétence des tribunaux arbitraux de bourse.
— Conclusion.

I

Quelles pouvaient être les conséquences du choix, fait par la commission d'enquête, d'une *voie moyenne* entre le *libéralisme* et l'*étatisme*, dans le domaine général de l'organisation des bourses nationales ? D'une part, le maintien de la situation actuelle des choses, du droit reconnu aux commerçants de diriger, d'administrer eux-mêmes les bourses ; d'autre part, la surveillance plus ou moins étroite du gouvernement local et des autorités fédérales. Ces idées trouvaient en ces termes leur expression, dans les décisions de la commission d'enquête : « La législation devrait donner aux organes de l'Empire et de chaque Etat les droits nécessaires pour pouvoir intervenir au cas où, contre toute attente, la bourse se soustrairait à l'application des réformes ; au contraire, la réglementation des questions concernant les bourses pourrait être laissée, après comme avant, aux participants eux-mêmes (1). »

Ce principe général de la surveillance gouvernementale sur les bourses ne saurait être qu'approuvé : les intérêts en jeu dépassent le cercle du grand commerce pour atteindre toutes les classes de la société ; les abus évidents et notables doivent être l'objet de l'attention du gouvernement toutes les fois que les commerçants refusent par optimisme ou nonchalance d'intervenir eux-mêmes. Une grave question est celle de savoir quelle sera la conduite du gouvernement vis-à-vis d'esprits aussi ingénieux, subtils et indépendants que ceux du haut commerce ; nous concevons fort bien que, pour des motifs particuliers, la possibilité d'une intervention partielle ou brutale d'un gouvernement aussi agrarien et autoritaire que le gouvernement prussien ait pu paraître à beaucoup de bons esprits moins utile qu'on ne se le figurerait au premier abord.

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 29.

A qui devait revenir ce que la commission d'enquête appelait *non le droit, mais le devoir* (1) de surveillance ? Selon celle-ci, au gouvernement particulier de chaque Etat ; car, disait-elle, « les bourses sont issues en Allemagne des nécessités locales du commerce ». « On ne saurait craindre que les gouvernements particuliers tolèrent, en ne tenant compte que de l'intérêt local, des institutions portant atteinte aux intérêts des autres Etats » ; « les institutions qui ne répondent pas aux nécessités du commerce ne peuvent tenir longtemps malgré l'autorisation gouvernementale (2). » « En ce qui concerne les branches qui peuvent avoir pour objet un trafic de bourse, le conseil fédéral doit être autorisé à faire des règlements généraux, parce que le commerce en certaines marchandises et les conditions dans lesquelles le commerce a lieu, ont des effets qui s'étendent en dehors du cercle de la bourse en question et aussi généralement de l'Etat où est située cette bourse » (3).

Le projet de loi, se plaçant à un point de vue différent, étendit singulièrement les *devoirs* du conseil fédéral : « En ce qui concerne la protection des intérêts à défendre par les organes impériaux, l'unité des principes généraux, telle qu'elle peut être obtenue impérialement, doit être assurée dans son développement ultérieur par l'intervention persistante de l'organe impérial » (4). Aussi contenait-il des dispositions assurant la haute surveillance du gouvernement fédéral sur les questions les plus graves et une certaine unité dans la réglementation. Notons surtout la disposition de l'article 50, al. 1 : « Le conseil fédéral a le droit de soumettre les opérations à terme à certaines conditions et même de les interdire pour certaines marchandises ou certaines valeurs déterminées » (5).

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 32.

(2) *Eod. loc.*, p. 33.

(3) *Eod. loc.*, p. 37.

(4) *Drucksachen des Reichstags*, 1895-1896, n° 14, p. 22.

(5) V. d'autres dispositions devenues les articles 35 et 42 de la loi des bourses.

Cette dernière extension des pouvoirs du gouvernement impérial se comprend très bien lorsque l'on connaît quelque peu la situation des Etats fédératifs : une vraie lutte de libéralisme ne manque point de s'établir entre gouvernements particuliers d'un même pays lorsque tel d'entre eux doit en tirer profit d'une façon générale ou au détriment de quelques autres. Avec quelle aigreur les membres du grand conseil du canton de Bâle-Ville ont-ils rappelé en maintes circonstances que leur loi d'impôt sur la bourse avait fait passer les opérations d'arbitrage et une partie du trafic national sur le marché de Zurich, la ville rivale ; avec quelle lenteur Bâle et Zurich ont-elles élaboré leur projet de loi sur la bourse : la crainte de se porter une atteinte dont l'autre saurait profiter, calmait le noble désir d'une réforme que l'on souhaitait de part et d'autre.

En Allemagne, il était d'autant plus nécessaire de donner certains droits aux autorités fédérales que, par exemple, le gouvernement prussien était plus nettement socialiste et les gouvernements hanséatiques plus nettement libéraux ; il fallait qu'une autorité commune pût décider, à l'occasion, telle réforme dont un Etat ne voudrait point tenter quelque pénible expérience ou dont il n'aurait point le courage. Il est bien certain, cependant, que le gouvernement impérial ne pouvait point établir une égalité absolue dans un tel domaine, alors surtout qu'il fallait tenir compte des exigences locales ; les gouvernements particuliers conserveraient une certaine autonomie ; en tous cas, ils interpréteraient la loi d'une façon plus ou moins stricte et donneraient à leurs agents l'ordre d'agir avec sévérité ou avec modération.

Rarement, loi fédérale n'a, en fait, donné une aussi différente situation aux institutions qu'elle organisait d'une façon identique ; l'on ne peut pas dire, cependant, qu'elle ait établi une inégalité qui, ainsi que les commerçants en grains de Berlin l'avaient présagé (1), soit néfaste à quelques-uns et avantageuse pour les autres.

(1) « Bemerkungen zu dem Entwurfe eines Börsengesetzes, Veröffentlichung der freien Vereinigung der Berliner Produktenbörse. »

Le projet de loi proposait la création d'une commission, chargée d'aider le conseil fédéral dans l'accomplissement de ses fonctions ; « cette institution n'a pas, en quelque sorte, disait l'exposé des motifs, le caractère d'une autorité constituée, ajoutée à l'organisme de la constitution impériale. La *commission* est beaucoup plutôt la représentation des intérêts de toutes les bourses allemandes, tandis que l'on assure, en même temps, la participation et l'intervention des classes qui se trouvent en dehors du cercle de la bourse, ainsi de l'agriculture, de la minoterie, des grands groupes d'industries, et du public qui achète » (1). Le projet primitif fut modifié par la commission parlementaire ; la *commission* aurait le droit de proposer des réformes ; la moitié des membres et non les deux tiers représenterait le commerce (2).

Art. 3 de la loi : « Il sera créé une commission des bourses pour donner son avis sur les affaires soumises, en vertu de la présente loi, au conseil fédéral. Cette délégation est autorisée à faire des propositions au Chancelier de l'Empire et à entendre des experts.

La commission des bourses se composera d'au moins trente membres qui seront élus par le conseil fédéral, généralement pour cinq ans. Les membres de cette commission seront rééligibles. Ces membres seront nommés pour moitié sur la proposition des bourses allemandes. Le conseil fédéral décidera du nombre des membres que chaque bourse pourra proposer. L'autre moitié sera nommée en prenant en considération les intérêts de l'agriculture et de l'industrie.

Le conseil fédéral fera un règlement sur les travaux de la commission, après l'avoir entendue ; il fixera aussi l'indemnité quotidienne et les frais de voyage à accorder aux membres de la commission. »

Il nous est encore impossible d'apprécier cette nouvelle institution : la commission n'a pas encore eu de séance où

(1) *Drucksachen des Reichstages*, 1895-1896, n° 14, p. 22.

(2) *Eod. loc.*, n° 246, p. 4.

quelque grave problème ait été posé. Il est à craindre qu'un sectionnement ne s'y produise entre défenseurs et adversaires de la bourse et que des discussions sur des principes généraux n'empêchent les débats et délibérations d'être vraiment productifs (1).

II.

Les dispositions concernant les droits et devoirs des gouvernements locaux et les dispositions se rattachant à celles-ci sont contenues dans les articles 1, 4, 5 et 6 de la nouvelle loi.

Article 1^{er} : « La création d'une bourse ne peut avoir lieu qu'avec l'autorisation du gouvernement local. Ce gouvernement a le droit d'ordonner la suppression des bourses existantes.

Les gouvernements locaux exercent la surveillance sur les bourses. Ils peuvent déléguer la surveillance immédiate aux corps commerciaux constitués (chambres de commerce, corporations marchandes).

Les établissements s'occupant des affaires de bourse, tels que les bureaux de notifications (Kündigungsbureaus), les caisses de liquidation, les sociétés de liquidation et autres institutions semblables sont également soumis à la surveillance des gouvernements locaux et des corps commerciaux constitués chargés de la surveillance immédiate. »

Article 4 : « Un règlement sera édicté pour chaque bourse. Il sera approuvé par le gouvernement local. Ce gouvernement pourra ordonner l'insertion dans le règlement de dis-

(1) La commission est composée actuellement de 30 membres : 17 commerçants, 2 professeurs (MM. G. Cohn et M. Weber), 2 grands industriels et 9 agriculteurs « dont *tout au plus* 4 peuvent être considérés comme connaissant ces questions et des partisans convaincus d'une réforme totale des bourses » (Ruhland, *Ueber den Einfluss des Grosskapitals auf die Gestaltung der Getreidepreise*, p. 20).

positions et notamment de dispositions prescrivant que l'agriculture, les industries agricoles et les minoteries seront représentées dans les comités directeurs des bourses de produits. »

Le dernier paragraphe de cet article contient seul une disposition vraiment nouvelle. Une proposition identique, faite devant la commission d'enquête, fut rejetée comme inutile dans un système où l'Etat a un droit incontestable de surveillance (1). Le Reichstag fut d'un avis contraire et vota l'amendement du comte de Kanitz (2). A Hambourg, cet article est resté à l'état de lettre morte ; à Berlin, les protestations des anciens de la corporation des marchands furent inutiles (3), le ministre du commerce pour le royaume de Prusse imposa la disposition inscrite dans l'article 5 du nouveau règlement : seront membres du conseil directeur de la bourse outre neuf représentants du commerce des produits « cinq représentants de l'agriculture et de professions voisines, que nommera pour trois ans le ministre de l'agriculture, des domaines et des forêts ; deux représentants de la minoterie ou d'autres professions ayant des relations d'affaires avec la bourse, que nommera pour trois ans le ministre du commerce et de l'industrie ». Cette disposition est une de celles qui poussèrent les commerçants des produits à abandonner la bourse. Une disposition semblable fut imposée aux autres bourses de produits du royaume de Prusse : elle y eut tout d'abord le même résultat (4).

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 36.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, session 1895-96, n° 247.

(3) *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 30 décembre 1896.

(4) Le ministre du commerce pour le royaume de Prusse soutint devant la Chambre des représentants (séance du 18 janvier 1897, comp. rend. sténog.) qu'une représentation des *chambres d'agriculture* dans le comité directeur des bourses et pour la fixation des cours était imposée par une disposition légale (art. 2, § 4 de la loi prussienne du 30 juin 1894). Ni le texte lui-même de la disposition, ni les travaux préparatoires de la loi sur les chambres d'agriculture, ni les travaux préparatoires de la loi des bourses ne fournissent le moindre appui à cette doctrine. Le ministre *peut* imposer

L'idée elle-même d'une représentation de l'agriculture dans le comité directeur des bourses paraît *simplement équitable* (1) : elle pourrait avoir en maintes circonstances d'excellents résultats ; ne parlons point seulement du contrôle exercé par des personnes intéressées ; celles-ci peuvent très bien, en maintes circonstances, faire départir les commerçants de leur ordinaire nonchalance par quelques simples observations. Mais il n'était pas heureux de vouloir imposer une telle *surveillance* en un moment où l'hostilité était grande : un conflit perpétuel pouvait seul en être la conséquence, à moins que l'on ne fermât la bourse ou que, comme à Strasbourg, l'on ne choisit pour représenter les intérêts de la campagne un meunier possédant quelques biens au soleil (2).

Pour empêcher les commerçants de ne présenter à l'agrément des gouvernements locaux que de simples dispositions de police et autres dispositions similaires, la loi dit en son article 5 : « les réglemens de bourses devront obligatoirement contenir des dispositions :

1^o Sur l'organisation des bourses et des services qui en dépendent ;

2^o Sur les catégories d'affaires pour lesquelles les institutions de la bourse sont destinées ;

3^o Sur les conditions nécessaires pour être admis à fréquenter la bourse ;

4^o Sur la procédure à suivre pour établir la cote et les cours. »

Comme les marchandises objets de négociations en bour-

ser cette représentation, il n'y est nullement obligé (cf. Oswalt, Landwirtschaft und Börsenvorstand, *Deutsche Juristen Zeitung*, 15 juillet 1897 ; Alexander-Katz, Reichsbörsengesetz und preuss. Landwirthschaftskammergesetz, *Die Nation*, 24 juillet 1897 ; Brömel, Die Agrarier in den Börsenvorständen, *Die Nation*, 25 décembre 1896).

(1) S. von Tisza, *Ungarische Agrarpolitik*, p. 55.

(2) Remarquons qu'en 1876 la chambre de commerce de Leipsick, accorda aux membres du comité directeur de l'association agricole régionale la permission d'assister à la fixation des cours ; ceux-ci ne firent point usage de ce droit (*Rückblick auf die fünfundzwanzigjährige Thätigkeit der Handelskammer zu Leipzig*, p. 71).

ses sont de nature très diverse, les dispositions prises en vertu de l'article précédent n'ont point, en principe, un caractère limitatif (art. 6) : « Les règlements de bourses pourront permettre de profiter des institutions de la bourse pour d'autres catégories d'affaires que celles qui seront énumérées conformément au paragraphe 2 de l'article 5 à condition qu'aucune des dispositions spéciales de la présente loi (art. 40, 41, 52) ne s'y oppose. Il n'en résulte, en ce cas, aucun droit pour les intéressés.

Le conseil fédéral est autorisé à interdire ou à soumettre à certaines conditions l'intervention des institutions de la bourse dans certaines branches d'affaires. »

Les bourses qui étaient des associations privées, autonomes ou placées sous la surveillance des chambres de commerce, se laissèrent mettre sous la surveillance gouvernementale ; les gouvernements s'empressèrent de déléguer le droit de surveillance immédiate aux organes commerciaux de la localité. A Munich, à Dresde, etc., les associations conservèrent leur organisation primitive et leurs comités directeurs (1). A Hambourg (2), les *associations* devinrent des *sections* de la bourse ; le comité directeur de celle-ci se compose actuellement de la *section générale* et des *sections pour valeurs, pour spiritueux*, etc. La conséquence des nouvelles mesures de surveillance a été de rapprocher l'organisation extérieure de toutes les bourses de l'Allemagne de celle des bourses prussiennes : la plupart des bourses et notamment les bourses des villes hanséatiques n'en ont pas moins conservé, en réalité, une situation presque identique à leur situation antérieure : les gouvernements locaux sont décidés à ne point agir.

(1) *Börsenordnung für die Münchener Börse* giltig ab 1 Januar 1897, art. 2.

(2) *Hamburgische Börsenordnung*, giltig vom 1 Januar 1897, art. 4.

III

Le professeur Schmoller proposa à la commission d'enquête de commencer ses décisions par cette définition : « une bourse est une institution, appartenant à quelque communauté ou corporation marchande, autorisée par le gouvernement et placée sous la surveillance de l'Etat, ayant pour but de faciliter le commerce et de pourvoir aux besoins économiques généraux » (1). N'était-ce point là surtout un exposé de principes, lequel résultait déjà nettement de décisions particulières ? La proposition fut rejetée.

Le projet de loi rejeta également toute définition qui n'*e-puiserait* certainement pas les réunions que l'on voulait viser ; il serait « facile, croyait-on, de voir à divers airs de ressemblance et à divers signes caractéristiques s'il s'agissait ou non d'une bourse (2) ».

Plusieurs institutions qui n'avaient pas franchement le caractère de *bourses* refusèrent de se laisser considérer comme telles et menacèrent parfois de fermer leurs portes si le gouvernement leur appliquait la nouvelle législation. Qu'était-ce donc qu'une *bourse* au sens de la *loi impériale* du 22 juin 1896 ?

D'autre part, les commerçants en produits de différentes places prussiennes, qui avaient eu à supporter de plus sensibles atteintes dans leur amour-propre et surtout dans leurs affaires, abandonnèrent l'édifice où ils se réunissaient régulièrement, et prétendirent s'assembler sans aucun contrôle

(1) Material, *Uebersicht der abgelehnten*, p. 1.

(2) Drucksachen des Reichstags, 9 Legislatur-Periode, IV^e session, n^o 14, p. 25 — La chambre de commerce de Hambourg (*Gutachten der Handelskammer zu Hamburg über die Berichte der Börsen-Enquete-Kommission*, p. 4) et surtout la chambre de commerce de Strasbourg (*Jahresbericht der Handelskammer zu Strasbourg i. E. für das Jahr 1894*, p. 7) avaient cependant prévu, ainsi que bien d'autres, les difficultés qui se sont présentées.

externe en quelque autre endroit de la cité. De telles assemblées étaient-elles permises depuis le vote de la loi des bourses? Non, si elles sont des *bourses*, disait-on couramment. Les débats entre jurisconsultes, commerçants, agrariens et représentants du gouvernement se concentrèrent d'abord sur ces deux points : qu'est-ce qu'une *bourse* au sens de la *loi des bourses*? Les réunions des commerçants du *palais des fées* ou toutes réunions analogues répondent-elles à une telle définition des *bourses*?

Une chose mettait assez mal à son aise, dès le premier abord, tout jurisconsulte tant soit peu doublé d'un économiste : c'était, en cas de réponse affirmative à cette dernière question, la prétention de l'Etat d'intervenir non seulement pour refuser l'existence juridique, mais pour créer dans le domaine de l'initiative privée. Peut-être faut-il chercher là le motif, presque toujours inconscient, qui jeta l'hésitation dans de nombreux esprits, fit sortir du champ étroit que nous avons indiqué et laissa entrevoir à quelques-uns la solution de la question sur un autre domaine : les réunions d'associations privées, ayant le caractère de bourses, sont-elles interdites depuis le 1^{er} janvier 1897?

Demandons-nous, tout d'abord, ce qu'est une *bourse* au sens de la *loi des bourses* (1), afin de résoudre la première question que nous nous sommes posée, et afin d'avancer quelque peu dans la solution de la seconde.

Selon le professeur Baron (2), pour savoir quelles réunions sont visées par la loi, il faudrait se reporter purement et simplement aux définitions courantes et notamment à celle de M. R. Koch du *Rechtslexikon d'Holtzendorff* : « une bourse est un lieu où les commerçants et autres personnes prenant part au commerce se réunissent à certains moments

(1) Aucun doute que l'on ne pouvait s'en référer simplement à la terminologie qui connaît, d'ailleurs, les *bourses de timbres*, les *bourses de musiciens*, etc. Nous n'avons pas à insister sur ce point (cf. Alexander-Katz, *Der Begriff Börse und die freien Vereinigungen*, Berlin, 1897, p. 7).

(2) *Kölnische Zeitung*, 11 janvier 1897.

pour y faire leurs opérations commerciales. » On proposait, aussi, d'autre part, la définition très voisine de M. Struck dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*. Mais ces définitions étaient certainement trop générales : si on considère qu'elles trouvent ici leur application, on devrait nommer *un commissaire de l'Etat, un tribunal d'honneur* « pour une douzaine de marchands d'œufs, de harengs, de coton... (1) ».

Deux anciens membres de la commission d'enquête, le professeur Gustave Cohn et le président Wiener, parlaient dans leurs discussions du domaine économique ou cherchaient la solution de la question dans ce domaine. L'observation du premier que la forme d'association privée n'exclut point le caractère de bourse ne paraît nullement utile dans une discussion de droit (2). Quant au président Wiener, qui, au milieu d'études économiques, ne pouvait oublier les plus exacts principes juridiques, s'il analysait d'une façon profonde les caractéristiques des bourses actuelles, c'est que, croyait-il, le législateur avait voulu se référer aux institutions telles qu'elles se présentent dans notre société. Pour lui, on se trouve en face d'une bourse, au sens de la loi du 22 juin 1896, « lorsque, sur une place où se fait le grand commerce, les commerçants et courtiers d'une branche déterminée se réunissent en certains lieux régulièrement, chaque jour de la semaine ou à court intervalle, afin de conclure leurs opérations commerciales sur des choses fongibles qui ne sont point présentes en nature, si l'offre et la demande se concentrent d'une façon particulière en cet endroit et, en ce qui concerne la fixation des cours, si c'est un endroit où elle a lieu ou dont elle provient (3) ».

(1) Heinemann, *Ist der Verein der Berliner Produkenhändler eine Börse ?* Berlin, 1897, p. 5. — cf. Wermuth et Brendel, *Kommentar zum Börsengesetz* sous l'art. 1, § 3.

(2) Der Begriff der Börse und die Zulässigkeit freier Kaufmännischer Vereinigungen. *Deutsche Juristen Zeitung*, 15 février 1897.

(3) Begriff der Börse, *Deutsche Juristen Zeitung*, 15 avril 1897 ; en ce sens, Ring, *Litteratur über die freien Vereinigungen von Interessenten der Produktenbörse*, *Juristisches Litteraturblatt*, 18 mai 1897.

MM. Wermuth et Brendel (1), prenant la conséquence naturelle pour une caractéristique (2), disaient que « le moment décisif devait être trouvé, dans l'importance économique des réunions, surtout dans leur influence sur les prix en dehors du cercle de ceux qui y prennent part ». Nous nous étonnons fort du succès de cette doctrine et de l'importance que l'on y a attachée.

Les anciens de la corporation des marchands de Berlin, s'appuyant sur l'exposé de motifs du projet de loi qui déclarait expressément ne pas viser toutes les réunions de commerçants, considéraient qu'« une organisation calquée sur celle des bourses existantes, ou semblable, et une technique déterminée devaient être réunies pour pouvoir qualifier *bourse* une assemblée commerciale (3) ». Cette doctrine, est, en principe, exacte. Les motifs du projet de loi ne parlent-ils point de bourse *au sens technique*, de bourse *au sens de la loi* (4) ? Nous sommes donc forcés de rejeter toute définition qui aurait sa base dans l'histoire (5), l'économie politique ou le droit, et de rechercher les signes caractéristiques des *bourses* au sens de la *loi des bourses* dans cette loi elle-même, son texte et son esprit. On trouve, sans doute, un premier appui, mais simplement passager, dans l'article 5 de la loi qui nous dit ce que doit contenir un règlement de bourse. Après une lon-

(1) *Kommentar* sous art. 1, remarque 1, § 1.

(2) Ring, *Juristisches Litteraturblatt*; Alexander-Katz, *Der Begriff « Börse »*, *Die Nation*, 24 avril 1897.

(3) Lettre du 15 mars 1897 au ministre du commerce (*Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1897, p. 36). — Cf. la doctrine du professeur L. de Bar (*Die Nation*, 14 février 1897) : une loi qui limite la liberté du commerce doit être interprétée *stricto sensu* ; on ne doit donc pas considérer comme bourse « toute association ou tout établissement qui a quelque ressemblance avec ce que l'on a nommé jusqu'à présent *bourse* au sens strict de l'expression, mais une association ou un établissement qui porte en lui les divers signes caractéristiques des bourses actuelles... Manque-t-il un de ces signes caractéristiques, on ne se trouve pas en face d'une bourse au sens de la loi ».

(4) Drucksachen des Reichstages, 9 Legislatur-Periode, IV^e session, n^o 14, p. 25.

(5) Une tendance en ce sens chez Hoffmann (*Reichsbörsengesetz*, p. 8).

gue observation, on peut considérer les points suivants comme plus spécialement importants, l'existence :

1° D'un organe chargé de diriger la *bourse*, d'y admettre ou d'en exclure les membres ;

2° D'institutions, grâce auxquelles le commerce, en certains articles, a lieu sur une base solide (usances, tribunaux arbitraux, commission d'experts, bureau de liquidation) ;

3° D'institutions sur la base et par l'intermédiaire desquelles une cote est publiée.

Les conditions prévues sous les numéros 2 et 3 paraissent très caractéristiques et sont nécessaires pour que l'on se trouve en face de réunions de *bourse* au sens de la *loi des bourses* (1).

Il (2) nous est, bien entendu, absolument impossible de discuter ici, en prenant successivement les « institutions de caractère douteux, si elles sont ou non des bourses au sens de la loi du 22 juin 1896 ». La solution en ce qui concerne la *bourse de Mulhouse* ne paraît point douteuse : elle devient plus difficile à apercevoir lorsqu'il s'agit notamment de la *bourse en produits* de Nuremberg.

Concentrons notre attention sur notre seconde question et demandons-nous dans le domaine des faits si les réunions

(1) Cette doctrine a trouvé un éminent défenseur dans M. Riesser, qui a bien voulu nous communiquer une consultation donnée par lui sur ce point et restée inédite ; cf. Alexander-Katz, note, dans l'article *Der Begriff « Boerse »* (*Die Nation*, 24 avril 1897) où l'auteur veut cependant tirer de trop nettes conclusions des travaux préparatoires. Assez voisine la doctrine de F. Fürst (*Was versteht das Boersengesetz unter einer Børse?* *Frankfurter Zeitung*, 12 février 1897). M. Kahn (*Boersengesetz*, sous art. 1, rem. 1, § 2) semble prendre une position mixte, lorsqu'il dit d'une façon très générale : « On ne peut certes parler d'une bourse au sens de la loi actuelle que si les réunions ont lieu régulièrement et périodiquement, sont réglementées par des statuts déterminés et que certaines institutions et certains usages y jouent un rôle prédominant comme institutions durables ».

(2) Nous avons, volontairement, écarté les débats d'un terrain où tout d'abord on désira les mener ; la loi dit : « La création d'une bourse ne peut avoir lieu qu'avec l'autorisation du gouvernement » (art. 1, al. 1) ; donc point d'autorisation, point de bourse au sens de la loi (cf. Alexander-Katz, *Der Begriff Børse und die freien Vereinigungen*). J. Jastrow, *Die freien Vereinigungen der Getreidehändler* (*Soziale Praxis*, 21 janvier 1897) se place longtemps sur un terrain voisin.

privées de commerçants, telles que les réunions du *palais des fées* avaient le caractère de *bourse* au sens de la *loi des bourses*, non sans écarter, tout d'abord, une objection qui peut entraîner le jurisconsulte à faire de la législation prétorienne et qui joue un si grand rôle dans l'esprit des masses : ces associations veulent être en fait des bourses, mais non en droit ; or le législateur n'avait-il pas en vue non une forme vide, mais la chose elle-même ? (1). Laissons de tels arguments aux jurisconsultes du parti agraire. La forme choisie par les personnes ne peut être indifférente aux jurisconsultes tant que le législateur ne lui a pas donné expressément ou tacitement le devoir de se placer dans le domaine de la réalité et de rechercher si l'intention des parties n'était point de tourner quelque loi gênante. C'est à regret que les jurisconsultes se voient forcés de prendre ici parti pour la simulation et cependant c'est là leur devoir.

L'ancienne *association libre de la bourse berlinoise de produits* fit place, vers le milieu de janvier 1897, à l'*association des commerçants berlinois en grains et produits* ; les nouveaux statuts s'adaptaient mieux avec les circonstances actuelles : il s'agissait de régler les conditions des assemblées du *palais des fées* sans former une bourse au sens de la loi du 22 juin 1896 (2). L'association nouvelle se proposait un double but : défendre l'honneur et la considération de ses membres et protéger leurs intérêts économiques, surtout faciliter leurs relations d'affaires. Pouvaient en faire partie commerçants et producteurs. Le comité directeur représentait l'association, veillait au respect des statuts, administrait les biens de l'association, réunissait les assemblées générales et prononçait l'admission des membres et leur exclusion. Une seule disposition des statuts laissait apercevoir le vrai but de toute cette réglementation ; « les marchés à terme de

(1) Cette idée prend presque la forme d'argument dans le travail de M. Ring (*Juristisches Literaturblatt*) ; nous nous en étonnons, étant donné la tournure d'esprit généralement très juridique de son auteur.

(2) Voir ces statuts.

bourse défendus par la loi ne doivent pas avoir lieu dans les salles de l'association ». En fait, les commerçants se réunissaient chaque jour, vaquaient à leur trafic, sans qu'il existât *a)* un organe chargé de diriger quelque institution nouvelle, *b)* d'institutions grâce auxquelles le commerce en certains articles ait lieu sur une base solide, *c)* d'institutions sur la base ou par l'intermédiaire desquelles une cote soit publiée. Afin de ne laisser aucun doute sur ce dernier point, on alla même jusqu'à enlever les tables, placées au milieu du palais des fées pour assurer une plus grande diffusion des prix (1). Il ne pouvait s'agir d'une bourse au sens de la loi des bourses. Et cependant, au point de vue économique, il y avait bien là une bourse : un trafic important sur types fixes ; une juridiction arbitrale n'existait-elle pas en réalité ? quiconque aurait voulu se soustraire aux décisions de ses confrères n'aurait-il pas fait un acte *déloyal* qui aurait entraîné son exclusion de l'association ; la liquidation n'était-elle point centralisée chez un particulier ? Nous renonçons à poursuivre le récit exact de toute cette comédie (2).

Lorsque les commerçants en produits cessèrent, sur ordre de police, de se réunir au *palais des fées*, ils s'assemblèrent pour la plupart au *marché du matin*. Ce *marché du matin*, dont nous avons indiqué la nature n'avait pas été considéré comme une *bourse* par le gouvernement, sur l'avis des *anciens de la corporation* et un rapport opposé du commissaire de l'Etat (3). La prédominance d'un trafic effectif avait paru concluante. Mais les réunions du marché du matin n'allaient-elles point changer de caractère économique avec l'afflux des commerçants en grains ? C'était là une éventualité que le gou-

(1) V. le rapport du *commissaire de l'Etat* de Berlin (*Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 31 mars 1897).

(2) Comparez les statuts de l'association berlinoise, les statuts de l'association de Halle pour le commerce des grains et produits rapportés not. dans le *Jahresbericht der Handelskammer zu Halle-i-S. für 1896*.

(3) *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1897, p. 33.

vernement considérait comme possible et comme donnant lieu quelque jour à une intervention gouvernementale (1). Pour se mettre à l'abri de toute nouvelle menace et de toute mesure de rigueur, le comité directeur du marché du matin défendit l'entrée du lieu de réunion à toute personne ne se livrant pas à un trafic effectif; il y joignit une défense expresse de communiquer les prix auxquels on aurait opéré, à n'importe quel représentant de la presse. La première de ces mesures n'était que la continuation de la comédie que l'on jouait depuis plusieurs mois; l'autre mesure avait moins pour but d'empêcher les assemblées d'avoir une influence sur les prix, ce qui, nous l'avons vu, était un des signes caractéristiques selon la doctrine discréditée de Wermuth et Brendel, que de forcer à se rendre à merci ceux qui les avaient poussés dans ces derniers retranchements. Ce n'est un mystère pour personne que le vieil hôpital de la rue du St-Esprit fut loué à la fin de l'été 1897 pour y ressusciter un trafic de bourse, en organisant tout un système de petits bureaux où les commerçants en produits se trouveraient à certaines heures et que le *café de la bourse* sert à un important trafic!

Tous les interprètes de la loi, qui soutiennent une doctrine opposée à la nôtre au point de vue juridique et qui n'appartiennent point au parti agraire, considèrent comme impolitique et contraire à tous les principes économiques (2) cette lutte contre les commerçants.

Un organe du parti agraire a prétendu que le projet de loi avait écarté toute définition légale du terme *bourse*, « afin qu'il ne fût point possible aux associations privées d'associés d'échapper aux dispositions de la loi des bourses grâce à une lacune de la définition ». Cette opinion ne trouvait qu'un point d'appui apparent dans les motifs du projet de loi. Si

(1) *Stenographische Berichte der Sitzungen des Abgeordnetenhauses*, 25 juin 1897.

(2) Notamment le président Wiener et le professeur Gustave Cohn. — Cf. même M. Hammesfahr (Der Feenpalast, *Die Zukunft*, 7 août 1897).

ceux-ci disent que « le projet a écarté une définition de l'expression *bourse*, parce qu'il ne saurait en donner une, épuisant les réunions visées par lui » (1), c'est que les diverses définitions proposées devant la commission d'enquête donnaient vraiment prise à des erreurs ; celle de M. Gamp n'était-elle point trop particulière : « la bourse est un établissement de l'Etat destiné à faciliter le trafic commercial et à parer aux intérêts économiques généraux ? » (2).

Se plaçant sur le même terrain, M. Alexander-Katz et le conseiller Jastrow ont soit indiqué soit développé l'opinion opposée. M. Alexander-Katz disait : « il ne suffit pas qu'une telle défense soit voulue par la loi. Car n'est voulu par la loi que ce qui y trouve une expression, ce qui certes n'est point ici le cas » (3). D'ailleurs s'oppose à la théorie qui reconnaît au gouvernement le droit d'interdire les réunions de commerçants ayant le caractère de bourses, « la liberté des professions telle que les principes en sont posés dans le règlement des professions et le droit de libre réunion ».

Le conseiller Jastrow édifiait sur ce terrain la plus solide des doctrines (4) : quelle était la situation en Prusse avant la loi des bourses ? L'article 29 de la constitution prussienne dit que « tous les Prussiens sont autorisés à se réunir, paisiblement et sans armes, en lieux fermés, sans permission préalable des autorités ». Or si la loi introductive du Code de commerce dans le royaume de Prusse dispose que « la fondation d'une bourse ne peut avoir lieu qu'avec l'autorisation du gouvernement » (art. 3, p. 1), elle ne vise que l'octroi des droits d'une bourse, au dire de tous les auteurs et notamment du conseiller Behrend (5). Avant la loi des bourses, le gouvernement n'avait donc point le droit d'interdire les réunions commerciales de commerçants.

(1) *Drucksachen der Reichstages*, 1895-96, n° 14, p. 25.

(2) *Material, Uebersicht der Abgelehnten*, p. 1.

(3) *Der Begriff Börse*, p. 7.

(4) Die Bedeutung des staatlichen Genehmigungsrechts für die kaufmännischen Börsen. *Deutsche Juristen Zeitung*, 1^{er} juin 1897.

(5) *Lehrbuch*, t. I, p. 427.

Quels changements la loi des bourses a-t-elle apportés en Prusse, à l'ancien état de choses ? Aucun doute que le législateur de l'Empire pût porter atteinte à l'article 29 de la constitution prussienne ; l'article 4 n° 2 et n° 16 de la constitution impériale est formel et ne laisse aucun doute. Mais le projet de loi, après avoir rappelé la législation du royaume de Prusse et du royaume de Wurtemberg et la réglementation des bourses des autres pays, n'a-t-il pas dit : « Du précédent exposé résulte qu'une certaine surveillance de la part, soit des organes gouvernementaux, soit des organes commerciaux, a lieu presque partout. Il en résulte le devoir de donner une base commune, dans le droit impérial, à cette mission de surveillance » (1) La persistance dans le royaume de Prusse de l'ancien état de choses trouve aussi son expression dans le texte de l'article 1^{er} de la loi des bourses, calqué, sans doute, sur le texte de l'article 3, alinéa 1 de la loi introductive du Code de commerce dans le royaume de Prusse. D'ailleurs si l'on attachait à l'article 1^{er} de la loi des bourses un caractère prohibitif « la loi serait complètement imparfaite », car aucune disposition ne vise le cas où on la violerait. Si le règlement impérial des professions soumet un grand nombre de professions à une autorisation (v. art. 16 et s.), il a soin d'écrire des dispositions pour le cas où l'on ne le respecterait point.

Voyons les quatre conséquences que le conseiller Jastrow tire de ces principes :

« 1^o Les réunions commerciales, qui n'ont pas obtenu l'autorisation prévue en l'article 1^{er} de la loi de bourse, ne sont pas des bourses au sens de la loi et ne jouissent pas des privilèges des bourses.

2^o Que de telles réunions, si elles ont le caractère de réunions de bourse, puissent être interdites, cela n'est dit par aucune loi impériale. La faculté de prononcer de telles interdictions dépend du droit particulier de chaque pays.

3^o En Prusse, s'applique à ces réunions le droit, garanti

(1) *Drucksachen des Reichstages*, 1895-96, n° 14, p. 20.

constitutionnellement, d'assemblée et de réunion ; celles-ci ne peuvent être interdites faute d'autorisation, si elles n'ont pas lieu à ciel ouvert.

4° Une interdiction gouvernementale des réunions du palais des fées ou une invite à demander pour ces réunions une autorisation paraît donc contraire à la loi. »

C'est là une conséquence que le législateur aurait certainement évitée, s'il avait su vraiment la prévoir. Mais la base de notre droit moderne est nettement *individualiste-libérale* ; toute exception aux principes généraux doit être formelle, expresse : la loi allemande des bourses est une *lex imperfecta* et, bien que l'intention du législateur ne fasse point de doute, ou plutôt, et pour être seulement alors exact, bien que l'intention du législateur n'eût pas été douteuse si le problème avait été franchement posé devant lui, les jurisconsultes se voient forcés de respecter les lois sur les associations, faute d'une expression de volonté suffisamment nette et précise !

Le comité directeur de l'association des commerçants berlinois en grains et produits, après avoir laissé fermer les portes du *palais des fées* sur ordre de police, intenta devant le *tribunal du cercle* (Bezirksausschuss) une action contre la décision prise le 11 juin par le président de police. Il réclamait le retrait de l'arrêté et la condamnation du défendeur aux frais du procès. Voici en substance les principaux considérants de l'acte introductif d'instance (1) : Les réunions du palais des fées auraient-elles été des réunions de bourse, la police ne pouvait intervenir ; le gouvernement ne pouvait exiger un règlement de bourse ; d'une part les dispositions du code général pour les Etats prussiens ne sont pas concluantes, d'autre part la loi des bourses n'interdit pas les réunions ayant le caractère de réunions de bourse et ayant lieu sans autorisation. D'ailleurs, les réunions du *palais des fées* n'étaient point des réunions de bourse : elles n'avaient

(1) Plusieurs journaux en ont donné un résumé ; M^e Alexander-Katz, avocat de l'association, a fait imprimer l'acte *in extenso* (als *Manuskript gedruckt*) et a bien voulu nous en remettre un exemplaire.

pas la volonté de l'être ; elles ne possédaient point les institutions caractéristiques des bourses. Le rôle économique de celles-ci n'est pas, ainsi que le prétendent MM. Wermuth et Brendel, de fixer les prix, mais d'*influencer sur les prix* ; or les marchés et les foires influent sur les prix ; de même le trafic de bureau à bureau ; deux négociants en laines de la ville de Berlin ont à eux seuls une influence prépondérante sur le marché : forment-ils une bourse ?

Dans sa réponse (1), le président de police reprit séparément tous ces points et soutint la doctrine opposée ; les signes qu'il considère comme concluants dans la question de savoir si les réunions du *palais des fées* étaient des réunions de bourse méritent seuls ici notre attention : « les assemblées de l'association comme telles sont aussi peu une bourse que l'association comme telle. Mais les réunions ont le caractère d'une bourse par la manière et la façon dont elles sont arrangées et préparées, par les opérations qui s'y traitent et par l'effet économique qu'elles ont..... »

Dans quel sens le *tribunal du cercle* va-t-il rendre sa décision ? Dans quel sens la *haute cour administrative* se prononcera-t-elle sur appel de la partie perdante ? Tous les fonctionnaires allemands de l'ordre administratif sont trop imbus du principe d'autorité pour qu'un jugement défavorable aux commerçants ne soit point probable. La solution de ce procès n'aura point d'ailleurs une grande importance : elle n'aurait d'importance que si les commerçants berlinois et les agrariens ne finissaient point par transiger, ce qui est impossible ; le gouvernement forcera la main à ces derniers s'ils ne veulent pas céder ou bien s'ils ne veulent point avoir l'air de céder de bonne grâce (2).

(1) La réponse du président de police a été publiée par M. Alexander-Katz en regard de sa réplique.

(2) Le *Tribunal du cercle* vient de rendre son jugement, dont nous donnerons un extrait en appendice si le texte même nous en parvient à temps : il annule l'ordonnance du président de police.

IV

« ... On instituera auprès de chaque bourse un commissaire de bourse (Børsecommissær), qui y exercera la haute surveillance, veillera à l'exécution de toutes les prescriptions qui la concernent, fera ses observations sur les abus et, si l'on n'y remédie point de suite, s'adressera, pour y mettre terme, aux autorités politiques.

Le commissaire devra surtout assister à toutes les délibérations des comités de bourse et en suspendra l'exécution lorsqu'il considérera les résolutions comme prises contrairement aux lois existantes ou aux statuts de la bourse, en attendant plus hautes décisions à demander par la voie des autorités politiques. Le commissaire de bourse est nommé par le ministre du commerce d'accord avec le ministre des finances. »

Ainsi s'exprime, en son article 4, la loi autrichienne du 1^{er} avril 1875, *concernant l'organisation des bourses* ; cette disposition n'est, d'ailleurs, à quelques modifications près, que l'article 1 de cette *patente viennoise de 1771*, si heureusement rapprochée par M. R. Ehrenberg (1) du règlement de la bourse de Paris de 1724. Le *commissaire royal et impérial* tire son origine du *Sieur Lieutenant-général de police*, bien qu'il ait cependant des droits très sensiblement plus étendus.

Le professeur Schmoller parla, devant la commission d'enquête, en faveur de l'établissement sur le marché allemand d'une institution semblable ou voisine : « que les gens soient si grands, si intègres que l'on veuille, ils ne se placeront qu'à un point de vue restreint et défendront leurs propres intérêts, le commissaire du gouvernement qui pourrait assister à leurs séances représenterait par sa tendance et son origine les intérêts généraux... ; par sa présence, par cela même que les choses se passeront devant lui et qu'il repré-

(1) *Das Zeitalter der Fugger*, t. II, p. 352.

sente les intérêts généraux, les débats des comités de bourse conserveront un certain niveau et une certaine tendance » (1). C'est là, ajoutait le célèbre économiste, le correctif ordinaire au *développement de l'autonomie moderne*. « Le droit de surveillance reconnu actuellement au gouvernement me paraît déplorable justement parce que l'intervention a lieu de temps en temps *ex abrupto*, sans connaissances exactes. Mais ceci se présenterait plus rarement si un commissaire était présent d'une façon continue » (2).

Le comte d'Arnim-Muskau demanda en vain la nomination d'un commissaire à fonctions assez étendues (3) ; des renseignements fâcheux sur les résultats obtenus en Autriche furent transmis par quelques experts (4) ; la commission d'enquête trouva une telle institution peu utile et dangereuse ; elle décida simplement que « le gouvernement local devrait nommer un commissaire auquel il faudrait communiquer toutes les décisions concernant l'ouverture ou la fermeture d'enquêtes » devant le tribunal d'honneur, que « le commissaire pourrait demander l'ouverture d'une enquête » (5). Les motifs insistaient sur cette tendance très marquée chez toutes personnes d'une même profession d'agir les unes contre les autres avec une extrême indolence, qui n'est parfois qu'une extrême faiblesse (6). « Le public trouverait dans cette intervention la garantie d'une poursuite selon la loi... ; l'organe de la bourse serait à l'abri de toute suspicion d'étouffer les affaires désagréables (7). »

Toutes les chambres de commerce ou corporations marchandes protestèrent contre cette « injuste marque de défiance envers d'honorables commerçants » (8).

(1) Material, *Stenographische Berichte*, p. 3205.

(2) *Eod. loc.*, p. 571.

(3) Material, *Uebersicht der abgelehnten Anträge*, p. 5.

(4) Material, *Stenographische Berichte*, p. 746.

(5) *Berichte und Beschlüsse*, p. 7.

(6) *Eod. loc.*, p. 53.

(7) Cohn, *Beiträge*, p. 56.

(8) V. not. Gutachten der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin,

Cependant le projet de loi étendit sensiblement les devoirs du *commissaire de l'Etat* (Staatskommissar) « pour rendre possible au gouvernement local l'exercice effectif de la surveillance » et pour établir un *lien* entre le gouvernement et la bourse. « Auprès de chaque bourse, on nommera un commissaire de l'Etat comme organe du gouvernement local. Celui-ci sera chargé d'observer ce qui se passera à la bourse et de faire des rapports sur les abus qui se seront présentés et le moyen d'y remédier. » Son rôle que le conseil fédéral opposait nettement à celui des commissaires autrichiens, qui ont le *droit d'agir*, devait être purement *passif* (1).

La commission parlementaire réserva la possibilité de nommer plusieurs *commissaires de l'Etat* et ne fit au projet qu'une seule modification importante : « les commissaires sont autorisés à faire des observations aux autorités de la bourse sur les abus qui se sont produits » (2).

On discuta longuement, devant le Reichstag (3), sur les droits et devoirs du *commissaire de l'Etat* : M. Gamp soutint le système autrichien : « le commissaire doit pouvoir intervenir si des abus se présentent, son rôle ne doit pas être simplement *d'observer* ». A l'extrême opposé, on déclarait désastreuse cette nouvelle institution : « ce n'est ni plus ni moins que placer la bourse sous la surveillance de police » ! On demandait tout au moins de réduire le rôle des commissaires à une *agréable passivité*. Le comte de Kanitz-Podangen proposa de donner aux commissaires le droit « de prendre part aux délibérations des organes de la bourse » et « de sommer le comité directeur de la bourse de mettre un terme aux abus » (4). Le Reichstag

Jahresbericht der Ältesten für 1894, p. 57 ; Gutachten der Handelskammer zu Hamburg über den Bericht der Börsen-Enquete-Kommission, p. 8 ; *Denkschrift der Ältesten der Kaufmannschaft zu Magdeburg betr. die Ergebnisse der deutschen Börsen-Enquete*, p. 8.

(1) *Drucksachen des Reichstags*, n° 14, p. 21.

(2) *Drucksachen des Reichstags*, n° 246, p. 57.

(3) Séance du Reichstag du 28 avril 1896.

(4) *Drucksachen des Reichstags*, 9 *Legislatur-Periode*, IV session, n° 297.

vota le texte de la commission parlementaire et la première partie de la proposition de Kanitz:

Article 2 de la loi des bourses : « Le gouvernement local nommera des commissaires auprès de chaque bourse. Ces commissaires seront chargés d'observer la marche des affaires à la bourse ainsi que de surveiller l'application des lois et règlements concernant les bourses, en se conformant aux instructions données par le gouvernement. Ils sont autorisés à appeler l'attention des organes de la bourse sur tous les abus qui se produiront. Ils feront des rapports sur ces abus et sur les moyens d'y remédier.

Avec l'approbation du conseil fédéral, on pourra, pour certaines bourses, limiter l'action du commissaire de l'Etat à son intervention devant le tribunal d'honneur et, s'il s'agit de petites bourses, on pourra même ne pas nommer de commissaire. »

Les protestations des commerçants se transformèrent, dès lors, en cris aigus et en plaintes furieuses : de deux choses l'une, disait-on, ou on choisira l'un des nôtres et on ne changera rien à la situation actuelle, ou bien on choisira un fonctionnaire, *un conseiller de gouvernement* et son ignorance des affaires comme son pédantisme naturel le rendra *odieux*, plus dangereux qu'utile (1). En tous cas, on se promettait de faire le plus désagréable accueil à ce *mouchard*, à cet *espion*, et de lui rendre la situation intenable.

Cependant, les villes hanséatiques demandaient au conseil fédéral de limiter les fonctions de leurs commissaires de l'Etat à leur intervention dans les actions disciplinaires des tribunaux d'honneur : le texte de la loi, disaient-elles, permet évidemment une telle disposition même pour les bourses importantes ; une plus grande extension des fonctions du commissaire n'a point chez nous le moindre sens, puisque le gouvernement et le sénat, composés en majeure partie de commerçants ou anciens commerçants, est très bien

(1) V. not. *Bemerkungen zu dem Entwurfe eines Börsengesetzes, Veröfentlichung der freien Vereinigung der Berliner Produktenbörse.*

renseigné sur tout ce qui concerne la bourse (1). Le conseil fédéral ne se laissa point toucher par ce dernier argument : le législateur a désiré une réglementation assez uniforme des bourses de l'Empire allemand. Quelques Etats de l'Allemagne du Sud reçurent seuls meilleur accueil auprès du conseil fédéral.

M. Gustave Cohn disait très bien que « les questions de personnalité joueraient un rôle fort important dans la réussite de la nouvelle institution » (2). Les autorités locales ont choisi presque partout comme commissaires de l'Etat des *conseillers de gouvernement*, dont l'ignorance sur toutes questions économiques, leur gêne au milieu d'un monde inconnu, les ennuis multiples avec des ministres, qui les désavouent publiquement, deviendront peut-être légendaires. N'a-t-il pas fallu l'appât d'une distinction honorifique pour conserver à la bourse de Berlin son commissaire de l'Etat !

A Francfort, le choix semble avoir été plus heureux ; un fonctionnaire occupant une place analogue à celle de nos directeurs départementaux de l'enregistrement et du timbre, est accessoirement commissaire de l'Etat : il a su, dit-on, servir d'intermédiaire intelligent entre un gouvernement assez brusque et des commerçants assez susceptibles (3). A Hambourg, pour tenir compte des dispositions de la loi, on a nommé commissaire, à titre provisoire, le secrétaire de la *délégation pour le commerce et la navigation*. A Brême, le choix du gouvernement s'est porté sur le président de la *Bürgerschaft*, un commerçant retiré des affaires. A Mannheim, l'activité du commissaire est, en ce qui concerne la bourse en valeurs, restreinte au rôle d'accusateur public devant le tribunal d'honneur, en ce qui concerne la

(1) *Jahresbericht der Handelskammer zu Hamburg über das Jahr 1895* p. 15.

(2) *Beiträge*, p. 55.

(3) Voir *Jahresbericht für 1896 der Handelskammer zu Frankfurt-am-Main*. Nous croyons que le syndic de la chambre de commerce de Francfort a voulu ménager la personne du commissaire de l'Etat avant de combattre l'institution elle-même.

bourse en marchandises, aussi étendue que la loi le prescrit dans l'article 2 : la raison d'une telle distinction est difficile à saisir.

Ou bien l'institution nouvelle existe en nom, mais point en fait ; ou bien elle existe en nom et en fait et le commissaire assiste, sans y rien comprendre, à la fixation des cours et ouvre une multitude de lettres dénonciatrices sans juger bon d'introduire quelque action disciplinaire.

V

Tous les abus qui avaient eu lieu sur les places allemandes et d'une façon plus spéciale sur la place de Berlin : jeu effréné, actes malhonnêtes pour diriger les cours... devaient-ils être rapportés à la publicité ou à la quasi-publicité des bourses ? Une réforme de leur organisation elle-même était-elle désirable ? Le professeur Gustave Cohn y voyait *une pierre angulaire de toute l'importante question des bourses* (1). Nous ne saurions admettre ce principe (2) : une telle réforme, pour produire des résultats vraiment sérieux, devrait être extrêmement sévère ; et encore une telle sévérité n'aurait pour conséquence que de créer une sorte d'oligarchie financière qui ferait payer fort cher ses services, et qui, désireuse de gros grains, ne voudrait point écarter ses *meilleurs clients*, ces joueurs-agioteurs émérites, plus dangereux au point de vue social que les petites gens qui se contentent généralement de se ruiner eux-mêmes et de ruiner leur famille. Toute demi-réforme était inutile, alors surtout que l'on voulait fixer d'assez nombreux cas d'expulsion et former une juridiction disciplinaire, chargée d'apprécier toute *dis-*

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 230.

(2) On n'avait pas admis à la bourse de Bâle *die allgemeine Kreditbank* et cependant celle-ci n'en a pas moins fait le « plus scandaleux des accaparements » (Material, *Sten. Ber.*, p. 1822 ; L. Cohnstædt, *Die Vorschläge der Börsen-Enquete-Kommission*, p. 8).

honourable or disgraceful conduct, selon l'expression de l'article 16 des *Rules and Regulations of the Stock-Exchange*.

Le professeur Roscher avait prôné, comme meilleur moyen contre les abus de la bourse, une constitution corporative, qui permettrait d'écarter les indignes (1). M. Richard Ehrenberg avait vu son idéal dans « une organisation de la bourse qui se tiendrait à égale distance du système continental et du système londonnien » (Stock-Exchange) et, insistant sur ce point, il demandait « d'exiger des spéculateurs intelligence, moralité et fortune » (2). La commission d'enquête écarta toute idée de constitution corporative (3) et se rattacha à une autre, fort voisine de celle qu'exposait autrefois M. Ehrenberg ; elle fit un ensemble de propositions dont le but devait être de diriger les corporations marchandes lors de l'élaboration des règlements de bourse, « en tenant complètement compte des nécessités locales, de la nature de la bourse et de son but » (4).

Voyons donc cette sorte de régime idéal préconisé par la commission d'enquête (5). Si on commence par une énumération de classes sociales, il faut parler ici tout d'abord, surtout et presque exclusivement, des personnes *pour lesquelles la bourse a été fondée* ; puis prévoir l'admission d'employés, d'agents, de journalistes, d'avocats, de capitaines de navire, selon les nécessités, la situation et les habitudes de chaque place : mais, comme tous ceux-ci ou presque tous ceux-ci ne doivent venir à la bourse que pour y faciliter le commerce, les règlements fixeront en quelles circonstances on pourra prononcer leur expulsion sur la simple preuve qu'ils ont fait

(1) *System der Finanzwissenschaften*, p. 673.

(2) *Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung*, p. 220 et s.

(3) Je crois que personne n'a insisté sur ce point capital, qui devait faire écarter tout système corporatif par la force même des choses ; celui-ci puise sa force dans l'énergie des individus, dans leur intérêt : imposé par un gouvernement, il lui manquerait l'élément vital qui doit être puisé dans l'intérêt individuel.

(4) *Berichte und Beschlüsse*, p. 39.

(5) *Berichte und Beschlüsse*, p. 39.

une opération pour leur propre compte. Quelles garanties exiger de toute personne demandant son admission ? Le dépôt d'une importante somme d'argent (Realcaution) ? Non, en principe, pour qu'une telle disposition ait de sérieux résultats, il faudrait réclamer une somme si élevée qu'elle enlèverait aux maisons de moindre ou médiocre importance, leurs fonds ordinaires de roulement (1). On se contenterait de *recommandations personnelles*. Pour être admis, il faudrait être présenté par trois personnes appartenant à la bourse, peut-être même à son comité directeur ; pour que cette recommandation ne soit pas une pure formalité, on pourrait prononcer des peines disciplinaires contre quiconque aurait présenté une personne, qu'on aurait dû expulser de la bourse et dont l'indignité était connue ou aurait dû être connue (2). Cette dernière disposition serait peu pratique : quelle personne voudrait alors se porter garante d'une autre sans y avoir un *intérêt* quelconque ! On connaît le mot d'un vieux banquier : « nous ne pouvons être sûrs de nous-mêmes, comment être sûrs des autres ». L'homme d'une haute honorabilité ne trouverait point de garants, sans offrir à trois personnes la *compensation* pécuniaire des risques qu'elles pourraient courir !

Voyons comment les nouveaux règlements de bourse ont suivi les indications de la commission d'enquête. A Berlin, les *trois garants* « qui présentent une personne désireuse de fréquenter la bourse, doivent y appartenir depuis au moins trois ans » (art. 16). La demande d'admission doit être affichée dans le local de la bourse pendant une semaine ; ce délai expiré, le comité directeur décide après qu'il a entendu la commission d'admission (§ 10, le comité directeur choisit chaque année dans son sein une commission pour apprécier par avance les demandes d'admission à la bourse) et après que les ga-

(1) Comme le dit très bien le rédacteur Cohnstædt (*Die Vorschläge*, p. 7) : « cette caution, si elle était calculée minime, elle ne servirait à rien, si elle est élevée, elle exclurait souvent de jeunes et bonnes forces ».

(2) Cf. l'ensemble du système avec les dispositions de l'article 20 des *Rules and Regulations adopted by the committee for general Purposes of the Stock Exchange*, London.

rants ont déclaré « qu'ils tiennent la personne, dont ils demandent l'admission, pour un homme qui est digne de fréquenter la bourse et d'être estimé de ses confrères ». Une demande repoussée ne peut pas être renouvelée avant six mois. « A-t-on prononcé contre un membre de la bourse l'exclusion pour trois mois et plus, le comité directeur doit apprécier de suite, si le garant a connu, lors de la recommandation, ou aurait dû connaître en accomplissant sérieusement le devoir, qui lui incombait, les faits pour lesquels la personne exclue est indigne de l'admission à la bourse et de l'estime de ses collègues. En ce cas, le garant peut être déclaré incapable pour quelque temps ou pour toujours de servir de garant; cette déclaration sera affichée à la bourse. Il ne peut y avoir d'action contre le garant, si entre la recommandation et l'exclusion, il y a plus de trois ans » (art. 17).

A Francfort, l'admission est prononcée par la comité directeur sur la présentation de deux personnes; appel des décisions peut être porté devant la chambre de commerce (art. 2).

A Hambourg, l'entrée de la bourse est toujours *libre pour toute personne décente du sexe masculin*. En ce qui concerne les autres endroits, où a lieu un trafic de bourse, leurs propriétaires ou locataires peuvent en faire dépendre le droit d'entrée de certaines conditions, par exemple du paiement de telle somme pour la participation aux frais, etc.

Il en est de même à Brême et à Lubeck.

Nous ne croyons pas que ces nouvelles dispositions aient produit la moindre modification sensible à l'état antérieur des choses : il manque ici, comme dans toute la réforme des bourses, l'intervention effective des individus.

VI

La commission parlementaire ayant écarté un amendement imposant une certaine caution à tous les visiteurs de la bourse (1), la loi énuméra « les circonstances qui, d'un avis général ou prédominant, rendaient incapable d'être admis à la bourse et qui étaient déjà indiquées dans beaucoup de règlements de bourse » (2).

Art. 7. — « Ne seront pas admises à fréquenter la bourse :

1° Les personnes du sexe féminin ;

2° Les personnes ne jouissant pas de leurs droits civils ;

3° Les personnes qui, par suite d'une décision judiciaire, n'ont pas la libre disposition de leur fortune ;

4° Les personnes contre lesquelles une condamnation pour banqueroute frauduleuse a acquis force de chose jugée ;

5° Les personnes contre lesquelles une condamnation pour banqueroute simple a acquis force jugée ;

6° Les personnes qui se trouvent en état de cessation de paiements ;

7° Les personnes auxquelles une décision d'un tribunal d'honneur, ayant force de chose jugée ou déclarée immédiatement exécutoire, a interdit l'accès d'une bourse.

L'admission ou la réadmission à la bourse ne peut pas avoir lieu dans les cas prévus aux paragraphes 2 et 3, tant que le motif d'exclusion persistera, et, dans le cas prévu au paragraphe 5, avant l'expiration d'un délai de six mois à dater, soit du jour où la condamnation a été purgée, soit du dernier jour du délai de prescription, soit du jour de la remise de la peine ; dans ces derniers cas, ainsi que dans le cas prévu au paragraphe 6, l'admission ou la réadmission ne peut être prononcée que si le comité de direction de la bourse estime comme prouvé que les obligations envers les créan-

(1) *Drucksachen des Reichstages*, n° 246, p. 6.

(2) *Eod. loc.*, n° 14, p. 23.

ciers ont été réglées, soit par un paiement, soit par une remise, soit par un arrangement à terme. Si une personne vient à être une seconde fois déclarée en état de cessation de paiements ou en faillite, le délai susindiqué pour l'admission ou la réadmission sera d'une année au moins. Dans le cas prévu au paragraphe 4, l'exclusion est définitive.

Les règlements de bourse peuvent indiquer d'autres motifs d'exclusion.

Sur la demande des autorités de la bourse, le gouvernement de l'Etat intéressé peut, dans des cas spéciaux, admettre des exceptions aux dispositions sur l'exclusion de la bourse. »

Contentons-nous de transcrire les dispositions concernant la police du local de la bourse.

Art. 8. — « Les autorités chargées de la surveillance de la bourse ont le droit d'édicter des règlements pour le maintien de l'ordre et pour la conclusion des affaires.

Le maintien de l'ordre dans les locaux de la bourse incombe aux comités directeurs des bourses, qui ont le droit d'expulser immédiatement des locaux de la bourse les personnes qui troublent l'ordre et la conclusion des affaires et de leur infliger soit l'exclusion temporaire, soit une amende. Le maximum des deux peines sera fixé par le règlement. L'exclusion pourra, du consentement des autorités de surveillance, être rendue publique par l'affichage dans la bourse.

On pourra se pourvoir contre la condamnation à ces peines, devant les autorités de surveillance dans les délais qui seront fixés par le règlement.

Si la fréquentation de la bourse par certaines personnes a pour effet de troubler l'ordre ou la conclusion des affaires, l'accès de la bourse leur sera interdit. »

VII

Ce n'était pas sans hésitation que quelques comités direc-

teurs de bourse avaient exercé à titre exceptionnel une sorte de pouvoir disciplinaire et avaient interdit l'entrée de la bourse à des personnes qui ne se trouvaient pas atteintes par les cas d'exclusion prévus expressément par la loi. La commission d'enquête fut d'avis que, « pour l'exercice effectif du droit de surveillance, il était nécessaire de transférer un certain pouvoir disciplinaire aux organes qui en étaient chargés ». Les peines seraient prononcées par des personnes pouvant apprécier avec exactitude la gravité des délits. Elle proposa donc la création d'une *chambre de discipline* (Börsen disciplinarhof), fort voisine des *tribunaux d'honneur des avocats*, mais non pas identique (1).

Le projet de loi changeait le titre de cette nouvelle juridiction et l'appelait *tribunal d'honneur* (Ehrengericht). Des protestations s'élevèrent au sein de la commission parlementaire contre cette dernière appellation : « on ne peut pas parler d'une notion unique de l'honneur dans le monde du commerce, qui est composé d'éléments si disparates ! » (2). Le comte de Kanitz eut beau s'écrier « tribunal d'honneur : bon pour un corps d'officiers, pour l'ordre des avocats ; mais pour le public de la bourse ! » (3) ; le titre fut voté aussi bien que l'institution elle-même.

Art. 9. — « Il sera formé auprès de chaque bourse un tribunal d'honneur. Celui-ci se composera, si la surveillance immédiate de la bourse a été déléguée à un corps commercial constitué (art. 1, al. 2), de la totalité ou d'un certain nombre de ses membres choisis par les autorités de surveillance, et, dans tout autre cas, de membres élus par les autorités de la bourse. Les autres dispositions sur la composition des tribunaux d'honneur seront édictées par le gouvernement local. »

Les nouveaux règlements de bourse contiennent des dispositions relatives à la composition de tribunaux d'honneur :

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 46.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, n° 247, p. 7.

(3) Séance du Reichstag du 9 janvier 1896.

« Il est formé à la bourse de Dresde un tribunal d'honneur de la totalité ou d'une section de la chambre de commerce » (1). A Francfort, le tribunal d'honneur se compose de « cinq juges choisis chaque année par la chambre de commerce parmi ses membres » (2) ; à Berlin, « de cinq membres du collège des anciens qui sont élus par celui-ci pour trois ans et d'un syndic de la corporation avec voix consultative » (3). A Hambourg (4), c'est une section de la chambre de commerce composée de cinq membres qui est chargée de ce rôle.

La commission d'enquête présenta une sorte de code des actes dolosifs les plus fréquents à la bourse. Ces dispositions auraient dû trouver place dans les règlements de bourse avec telles modifications que l'on jugerait nécessaires d'après les circonstances (5).

« 1) Les agissements frauduleux en vue d'exercer une influence sur les cours ou les prix de bourse, notamment les affaires simulées, le fait d'écarter du marché des marchandises qui doivent venir l'approvisionner (*Abschiebungen*), les règlements en sous-main, le colportage de fausses nouvelles. »

On appelle *affaires simulées* (*Scheingeschäfte*) toutes opérations faites par deux compères à des prix imaginaires en vue de fausser les cours (6).

Comme l'exportation n'est point autre chose qu'une *Abschiebung* au sens le plus large de cette expression, à quel moment apparaîtra l'acte dolosif ? Lorsque l'on vendra meilleur marché ou au même prix, sur une autre place, les marchandises que l'on a sous la main ou plus rapprochées de soi, ce qui sera généralement très difficile à prouver.

Il n'est pas très aisé de saisir des *règlements en sous-mains*

(1) *Börsenordnung*, 30 décembre 1896.

(2) *Börsenordnung*, 16 décembre 1896, art. 16.

(3) *Börsenordnung*, 23 décembre 1896, art. 21.

(4) *Börsenordnung*, 23 décembre 1896, art. 20.

(5) *Berichte und Beschlüsse*, p. 49.

(6) Nous reviendrons sur les *Scheingeschäfte* à propos des courtiers et de la fixation des cours.

(Unter-der-Hand-Regulirungen) vraiment dolosifs : la loi reconnaît au moins comme normal le paiement d'une différence au cas d'inexécution d'une opération ; l'introduction d'une *clause différentielle* (d'une clause imposant le règlement par paiement d'une différence) était, sans doute, plutôt visée par cette disposition (1).

Rappelons enfin le délit connu sous le nom de *colportage de fausses nouvelles*, de *nouvelles tartares*, dit-on sur les places allemandes.

« 2) L'envoi ou l'acceptation de cadeaux, dans l'intention de provoquer ou d'empêcher la publication par la presse d'appréciations favorables ou défavorables à certaines entreprises. »

« 3) Certaines dispositions contraires à la loyauté commerciale » (2).

« 4) Le fait pour l'auteur d'une émission d'avoir été contraint de payer une indemnité en réparation des dommages causés dans les conditions prévues à la deuxième partie du présent rapport n° 8 » (3).

« 5) Les incitations aux spéculations de bourse en dehors du cercle des occupations d'une personne, lorsqu'elles sont reconnues indignes d'un commerçant honorable, soit qu'elles résultent de démarches personnelles ou de l'intervention d'agents, soit qu'elles aient eu lieu par titres, annonces, réclames dans les feuilles publiques ou autres. »

« 6) La conclusion d'affaires de bourse, soit avec des employés de commerce sans le consentement des chefs de maisons, soit avec les employés des caisses publiques, sans l'approbation des autorités compétentes, pourvu que le contractant ait agi en connaissance de cause, et quand il ne pourra pas être prouvé que sa bonne foi a été surprise, pourvu

(1) Voir Frentzel, *Separat-Votum*, p. 9 et s.

(2) Ceci vise surtout les conditions léonines de certaines maisons de commission.

(3) V. responsabilité des maisons d'émission.

qu'il crût que les affaires traitées étaient conclues pour l'administration de leur patrimoine ou de celui des leurs » (1).

« 7) La conclusion d'affaires de bourse avec des personnes incapables, indigentes ou dont la profession ne comporte pas habituellement de telles affaires, hors de proportion avec leur situation de fortune, lorsque cette situation ne pouvait pas être inconnue du contractant » (2).

« 8) L'utilisation répétée de marchandises ne répondant pas aux désignations du contrat lorsque l'acheteur savait ou, d'après circonstances, devait savoir que les marchandises ne répondaient pas aux conditions de livraison ; de même l'annonce (Kündigung) de marchandises inexistantes ainsi que toute annonce simulée » (3).

Le projet de loi indiquait d'une façon très large le rôle des tribunaux d'honneur. La commission parlementaire refusa de proposer une énumération, dans la loi elle-même, des actes dolosifs, pour éviter *des difficultés de droit et de fait*, d'étendre la compétence des tribunaux d'honneur à tous les actes des personnes qui fréquenteraient la bourse et d'indiquer comme action déloyale *l'emploi du marché à terme pour jouer à la bourse*. Elle se contenta de préciser le texte de la loi (4-5), tandis que les énumérations de la commission d'en-

(1) Les banquiers de Berlin considérant comme très dangereux les actes de spéculation de leurs employés décidèrent, il y a quelques années, de ne plus traiter avec quiconque opérerait avec ceux-ci, les employés n'en spéculent pas moins toujours.

(2) V. au chapitre VI de la II^e Partie la proposition Wiener.

(3) La première disposition vise le fait de peser sur les cours à l'aide de marchandises *non livrables*, nous reviendrons sur ce point à propos des *spéculateurs*, la seconde vise des fraudes, qui ont pour but, lors de la liquidation de marchés à terme en marchandises, d'apprécier le marché.

(4) *Drucksachen des Reichstags*, n° 246, p. 7.

(5) Loi des bourses, Art. 10. — « Les tribunaux d'honneur pourront citer à comparaitre devant elles, pour rendre compte de leurs actes, les personnes qui, dans leurs opérations à la bourse, se seraient rendues coupables d'actes contraires à l'honneur ou inconciliables avec la loyauté commerciale. »

Voyons toutes les dispositions de la loi, relatives à la procédure devant le tribunal d'honneur, calquées sur le *règlement des avocats* et sur

quête ne demeureraient, pour ainsi dire, que des *points de vue directeurs* (Leitende Gesichtspunkten) pour les tribunaux d'honneur.

Les tribunaux d'honneur se sont rarement réunis : le dis-

d'autres règlements semblables (articles 62 et suiv.).

Art. 11. — « Toute introduction ou tout abandon de poursuites disciplinaires sera communiqué au commissaire de l'Etat (art. 2). Ce commissaire pourra requérir l'introduction d'une poursuite disciplinaire. Il sera donné satisfaction à cette réquisition ainsi qu'à toutes les demandes d'instruction faites par le commissaire. Le commissaire a le droit d'assister à toutes les délibérations et de faire toutes demandes qui lui plairont, ainsi que de poser des questions à l'inculpé, aux témoins et aux experts. »

12. — « Les tribunaux d'honneur pourront déléguer un de leurs membres à la direction de l'instruction en vue de préparer les débats. Pendant l'instruction l'inculpé sera cité à comparaître et on lui donnera en même temps connaissance des chefs d'accusation ; s'il comparait, on entendra ses explications et ses conclusions. Témoins et experts seront entendus sans pouvoir prêter serment. »

13. — « Les tribunaux d'honneur pourront suspendre les poursuites avec le consentement du commissaire du Gouvernement ; sinon le jour des débats devra être fixé. »

14. — Les débats auront lieu devant le tribunal d'honneur, alors même que l'inculpé ne comparaitrait pas. Ils ne sont pas publics. Le tribunal d'honneur peut néanmoins en ordonner la publicité. Cette publicité est obligatoire si le commissaire du Gouvernement ou si l'inculpé la requiert, à moins qu'il ne s'agisse de cas prévus par l'article 173 de la loi sur l'organisation de la justice.

L'inculpé a le droit d'être assisté par un défenseur.

Le tribunal d'honneur peut citer des témoins ou des experts et les entendre sous la foi du serment. »

15. — « Les peines consistent soit dans un avertissement, soit dans l'exclusion temporaire ou définitive de la Bourse.

S'il est prouvé qu'aucun acte contraire à l'honneur n'a été commis et qu'il y a eu seulement trouble apporté à l'ordre ou à la conclusion des affaires de Bourse, la Chambre de discipline pourra prononcer une des peines prévues en l'article 8, alinéa 2. »

16. — « La décision motivée sera prononcée pendant la séance au cours de laquelle les débats auront été clos, ou communiquée, par copie motivée, deux semaines au plus tard après la clôture des débats, au commissaire du Gouvernement et à l'inculpé.

La décision prononcée sera envoyée à l'inculpé faisant défaut. Le commissaire du Gouvernement aussi bien que l'accusé auront le droit de demander qu'il leur soit délivré une expédition motivée du jugement, alors même qu'il aurait été prononcé en leur présence.

Le tribunal d'honneur pourra ordonner, dans la décision même, qu'elle

crédit attaché à toutes les institutions de la loi des bourses semble les avoir atteints d'une façon toute particulière. On a mis entre les mains des commerçants une arme dont ils ne veulent point se servir, qu'ils n'utiliseront que lorsqu'on

soit rendue publique et elle stipulera la manière dont sera faite cette publicité.

Au cas où l'exclusion temporaire ou définitive aurait été prononcée, la chambre de discipline peut ordonner que la décision soit immédiatement exécutée.

Sur la demande de l'accusé acquitté, le tribunal ordonnera la publication du jugement prononçant l'acquittement. »

17. — « Le commissaire du Gouvernement et l'inculpé peuvent interjeter appel de la décision de la chambre de discipline devant une chambre d'appel qui se réunira périodiquement.

La chambre d'appel se compose d'un président et de six assesseurs. Le président est nommé par le Conseil fédéral. Les assesseurs sont élus par la commission de la Bourse et choisis parmi ses membres sur la proposition des autorités de Bourse ; il ne pourra y avoir parmi les assesseurs plus de deux personnes appartenant à la même Bourse.

Il sera procédé de la même manière à la nomination de suppléants destinés à remplacer le président ou les assesseurs.

Quand il y aura lieu de prononcer une sentence, il ne pourra y avoir parmi les assesseurs plus de deux personnes appartenant à la même Bourse. »

18. — « L'appel est interjeté verbalement ou par écrit devant le tribunal d'honneur qui a rendu la décision attaquée.

Le délai pour interjeter appel sera d'une semaine.

Lorsque la décision a été prononcée, le délai court, pour le commissaire de l'Etat et pour l'inculpé comparant, du jour du prononcé de la décision ; dans les autres cas, du jour où la décision lui aura été communiquée. »

19. — « Après que l'appel aura été interjeté, il sera envoyé au commissaire du gouvernement et à l'inculpé, si cela n'a pas déjà été fait, la décision attaquée avec ses motifs. »

20. — « Quiconque a interjeté appel en temps utile a un délai d'une semaine pour le justifier par écrit. Ce délai commence à courir du jour du délai d'appel ou, si à cette époque la décision n'avait pas encore été envoyée, à partir du jour où elle aura été communiquée. »

21. — « L'acte d'appel de l'inculpé et la justification qu'il produira seront communiqués au commissaire de l'Etat ; l'acte d'appel et la justification du commissaire de l'Etat seront communiqués à l'inculpé. Dans la semaine qui suivra la communication, il pourra y être fait réponse. »

22. — « Les délais pour la justification et pour la réponse sur appel pourront, sur la demande des intéressés, être prolongés par la chambre de discipline. »

23. — « A l'expiration des délais établis par les articles 18, 20, 21 et 22,

dirigera leurs mains ou lorsqu'ils se trouveront en face de malhonnêtes admirateurs de la loi des bourses. Un cas de juridiction disciplinaire mérite notre attention toute spéciale : un commerçant de Hambourg refusa de payer une différence résultant de deux marchés à terme semblables et en sens inverses parce que, disait-il, il n'était point inscrit au registre de bourse (art. 66 de la loi des bourses) ; il finit cependant par payer ; le tribunal d'honneur prononça l'exclusion temporaire de ce commerçant peu respectable : n'avait-il pas agi contrairement aux principes de l'honneur commercial ? Et cependant, il n'avait fait qu'invoquer une disposition légale !

VIII

La commission d'enquête, considérant que la juridiction des tribunaux arbitraux (Boerschiedsgerichte), était imposée à des personnes étrangères à la bourse qui *ne voulaient pas s'y soumettre*, proposa de ne plus reconnaître compétence à cette *institution* qu'en cas de différends entre personnes appartenant à une seule et même bourse (1).

les actes seront envoyés à la chambre d'appel. On citera l'inculpé à comparaître et on invitera le commissaire de l'Etat à assister aux débats.

La chambre d'appel pourra, en vue d'obtenir des éclaircissements supplémentaires, ordonner une enquête préalable.

Les articles 11, 14, 15 et 16 sont également applicables à la procédure devant la chambre d'appel. »

24. — « Un secrétaire assermenté tiendra procès-verbal de toute déposition pendant l'instruction et les débats. »

25. — « En plus de la peine, il pourra être prononcé condamnation à la totalité ou à partie des frais provenant de la procédure. »

26. — « Les tribunaux sont tenus de déférer aux demandes des tribunaux d'honneur et de la chambre d'appel en ce qui concerne l'audition de témoins ou d'experts. »

27. — « Les autorités chargées de la surveillance des bourses seront obligées de donner connaissance des actes des visiteurs de la bourse, qui pourraient entraîner une poursuite disciplinaire, au commissaire de l'Etat ou, à défaut, à la chambre de discipline. »

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 60.

Cette disposition fut acceptée par le projet de loi et la commission parlementaire, qui ne la déclarèrent applicable que « si chacun des intéressés était inscrit comme commerçant pour la même catégorie d'affaires sur le registre de la bourse ».

Elle fut écartée pour les décisions visant la livraison des valeurs ou marchandises que l'on considérerait plutôt comme des décisions d'*experts*.

La commission parlementaire insistait sur deux points : ces arbitres, qui sont élus par les commerçants, n'offrent aucune garantie aux personnes qui ne participent point à leur élection ; cette juridiction était imposée par des « conditions générales qui souvent n'étaient pas lues par les personnes n'appartenant pas à la bourse » ; nous tenons là le principal motif de l'article 28 : le désir de protéger les incapables contre leur faiblesse et leur inexpérience. Joignons-y une observation basée sur la concordance de l'article 28 et de l'article 69 : les tribunaux arbitraux rejetaient toujours l'exception de jeu ; on a écarté leur compétence dans tous les cas où l'on ne pourrait « s'appuyer sur le fait qu'il était stipulé dans le contrat que l'exécution n'aurait pas lieu par livraison effective des titres ou marchandises » (1).

Art. 28. — « Une convention par laquelle les intéressés se soumettent à la décision du tribunal arbitral d'une bourse quelconque n'a force obligatoire que si chacun d'entre eux est inscrit comme commerçant pour la même catégorie d'affaires sur le registre de la bourse ou bien encore dans le cas où les dits intéressés auraient reconnu la compétence du tribunal arbitral après la naissance du litige. »

Dans le monde de la bourse, les tribunaux arbitraux ont conservé leur importance primitive ; les nouvelles *conditions* des commissionnaires reconnaissent compétence aux tribunaux ordinaires, généralement au tribunal de première instance du domicile du commissionnaire. Les bordereaux échangés avec les particuliers ne portent aucune mention de

(1) Cf. *Einführungsgesetz zur Civilprozessordnung* (en Autriche) du 1^{er} août 1895, art. XXV.

tribunal arbitral, mais d'*arbitres* désignés selon certaines règles ! (1).

Que devons-nous penser de l'ensemble des dispositions légales sur l'organisation des bourses ? Tout d'abord et surtout qu'elles n'ont point jusqu'ici produit de résultats et qu'elles ne paraissent guère devoir en produire à une époque assez proche. Le système nouvellement établi est, semble-t-il au premier coup d'œil, plus harmonieux, plus perfectionné ; une lutte contre les abus est-elle donc mieux assurée ? Non, les organes choisis sont ou bien incapables ou presque incapables d'intervenir avec succès, de ménager quelque heureuse intervention, ou bien encore peu disposés à agir : que devons-nous attendre du Conseil fédéral et des gouvernements locaux maintenant que la notion d'autorité est sensiblement discréditée, a perdu tout prestige ? Que peut faire un commissaire de l'Etat s'il est « conseiller de gouvernement » ; que veut-il faire lorsqu'il est lui-même commerçant ou qu'il est nommé pour remplir seulement le cadre de la loi ? Le *tribunal d'honneur* agira avec mollesse : il réservera ses sévérités pour les gens qui seront dans leur *droit*. L'activité des tribunaux arbitraux sera quelque peu restreinte ; les frais de justice deviendront très élevés toutes les fois que les clients n'accepteront pas l'ancienne juridiction gratuite et rapide ou quelque juridiction identique.

Il manque aux commerçants le désir d'agir selon la loi, de respecter l'esprit aussi bien que le texte de la loi : il man-

(1) *Bedingungen für der Kontokorrent-Verkehr*, december 1896, *der Bank für Handel und Gewerbe* : « Nos correspondants et donneurs d'ordres se soumettent, pour les difficultés qui pourraient résulter de leurs relations d'affaires avec nous, à la juridiction des tribunaux de Berlin. » Clause n° 9 des premiers formulaires pour marchés à livrer en valeurs : « Pour toutes les difficultés nées d'opérations conclues sur la base de ces conditions, les parties se soumettent à la décision d'un tribunal arbitral de trois personnes. Les trois arbitres sont nommés par le président du collège des anciens de la corporation des marchands de Berlin ou son remplaçant. » Nous devons citer cette disposition comme moyen très habile d'éviter une juridiction très coûteuse tout en respectant la loi.

que donc l'élément vivifiant qui ne peut être puisé que dans l'énergie individuelle.

C'est ainsi que plusieurs institutions en elles-mêmes excellentes n'ont point trouvé le sort qu'elles auraient dû avoir : comment n'a-t-on pas prévu un tel résultat aux temps où l'on traçait sur le papier le cadre de la *réforme des bourses*. C'est pour ne s'être point attendus à de telles conséquences que les législateurs se sont montrés psychologues peu observateurs et économistes peu éclairés. Peut-être quelques-unes des nouvelles institutions seront-elles appréciées un jour à leur vraie valeur ? Mais il faudra tout d'abord calmer les esprits ; et pour les calmer, probablement abroger la loi !

CHAPITRE IV

THÉORIE GÉNÉRALE ET CONDITIONS ÉCONOMIQUES DE L'ÉMISSION DES VALEURS. — ÉTUDE PLUS SPÉCIALE DE L'ÉMISSION DES VALEURS SUR LES PLACES ALLEMANDES ET DE LEUR ADMISSION AU *marché* ET A LA *cote* OFFICIELS AVANT LA NOUVELLE LOI.

- I. — Théorie générale de l'émission des valeurs dans notre société contemporaine : intime liaison de l'émission des titres avec leur apparition à la bourse ; les syndicats de banquiers.
- II. — Principes généraux qui régissent l'émission des valeurs : les données fournies par le marché.
- III. — Etude de l'émission des emprunts sur les marchés allemands avant leur nouvelle réglementation. L'émission d'actions : démocratisation croissante des sociétés par actions, ses dangers ; les lois allemandes de 1870 et de 1884 sur les sociétés ; transformation maladroite d'entreprises privées en sociétés par actions.
- IV. — Analyse des deux notions d'*admission au marché* et d'*admission à la cote*. — L'admission des valeurs au marché et à la cote sur les principales places allemandes avant leur nouvelle réglementation : les prospectus d'émission ; les points de vue directeurs ; sens et portée de cette réforme. — De la mise en circulation de la plupart des obligations foncières avant et depuis l'obligation de publier un prospectus.
- V. — De la responsabilité des maisons d'émission et des bureaux de souscription ; principes ; droit allemand.
- VI. — L'admission au marché et à la cote dans ses relations avec l'agiotage et le jeu. — Principaux abus qui se sont présentés sur les places allemandes lors de l'émission de valeurs : les opérations à l'émission ; les *sperrklausel* ; les nouvelles émissions et les conversions sans publication d'un nouveau prospectus.

I

Les banques seules sont, à la fois, au courant de la situation générale du marché financier et en relations suivies avec capitalistes et spéculateurs : aussi jouent-elles un rôle fort important, le plus souvent nécessaire, comme intermédiaires entre, d'une part, les Etats qui veulent lancer un emprunt ou les personnes qui désirent former une société par actions, et, d'autre part, l'épargne disponible et ce qui peut en tenir lieu pendant un temps plus ou moins long (1). Les *banques* (2) ont donc comme importante fonction de s'adresser au public pour mettre en circulation un certain nombre de titres nouvellement créés, d'*émettre* des valeurs (3). *Emettre* n'est presque toujours qu'une des branches plus ou moins importantes de l'activité d'une banque ; les *banques de fondation* (Gründungsbanken) (4) proprement dites, n'existent guère aujourd'hui (5).

On compare souvent le rôle et l'activité des banquiers qui émettent des valeurs et des libraires qui éditent des livres. Les fondateurs de sociétés, les Etats désireux de se procurer de l'argent peuvent parfois se passer des offices coûteux

(1) V. rôle économique des bourses en valeurs.

(2) Adolf Wagner, dans *Schönbergs' Handbuch*, t. I, p. 423.

(3) Articles *Emissionsgeschäft* de R. Koch dans le *Rechtslexikon* de Holtzendorff et de W. Lotz, dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*. Cf. aussi *Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts*, t. XX, p. 225 ; Cohn, *Beiträge*, p. 57 note : « En Allemagne, on désigne sous le nom de banques d'émission les institutions qui conduisent ces valeurs depuis un tiers (Etat, entreprises) jusqu'au public en vue d'un placement de capitaux et dans ce but se servent régulièrement de la bourse comme d'un marché de capitaux. » Pour éviter toute confusion, nous ne suivrons point cette terminologie.

(4) Ad. Wagner, *Verhandlungen des Vereins für Socialpolitik am 12 und 13 Oktober 1873* ; préface du travail de Sattler, *Die Effektenbanken* ; R. Ehrenberg, *Die Fondsspekulation*, p. 100.

(5) Sattler, *Die Effektenbanken* ; Model und Lœb, *Die grossen Berliner Effektenbanken*.

d'un agent financier comme les auteurs peuvent, en quelques circonstances, publier eux-mêmes leurs œuvres. Mais, avec le sectionnement des professions qui s'accroît de jour en jour, il devient de plus en plus rare que l'on puisse émettre des valeurs sans le concours de banquiers, éditer des ouvrages sans le concours de libraires : le succès de l'émission de telle action, de la vente de tel livre, dépendra non pas seulement de la valeur intrinsèque du titre ou du travail, mais de mesures de publicité, de relations d'affaires..., qu'un simple particulier ne peut prendre ou utiliser lui-même.

Cette comparaison, qui n'est généralement que fort superficielle (1), peut cependant être poussée plus avant : les rapports entre banques et fondateurs ou emprunteurs, et les rapports entre libraires et écrivains sont susceptibles des mêmes modalités. La banque *achètera ferme, prendra en commission* ou saura par quelque combinaison répartir les gains et les pertes éventuels. Il s'agira parfois d'achat avec promesse de participation aux gains dans une certaine mesure ; la banque pourra aussi prendre les valeurs en commission et assurer aux fondateurs ou emprunteurs un certain prix minimum, etc. (2). Les banques *mettront donc les titres en circulation*, soit comme émetteurs pour leur propre compte (on les appellera alors *maisons d'émission*, Emissionshæuser) (3), soit comme mandataires des émettants (on appelle les banques qui ouvrent, dans leurs bureaux, des souscriptions pour le compte d'autrui *bureaux de souscriptions*, Zeichnungsstellen), etc. (4).

L'émission aura lieu par voie de vente *en boutique de chan-*

(1) W. Lotz, art. *Emissionsgeschäft*.

(2) W. Lotz, art. *Emissionsgeschäft*.

(3) Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 763 : « On entend par maisons d'émissions les personnes physiques ou juridiques, dont l'activité a pour but de mettre en circulation des valeurs par une annonce publique. » Notre notion n'est pas, en réalité, plus étroite. — V. Georg Cohn dans *Endemann's Handbuch*, t. III, p. 869.

(4) Georg Cohn, *op. cit.*, p. 866 et s.

geurs (Wechselstube), de négociation en bourse ou de souscription publique (1).

Ce qui caractérise les systèmes employés actuellement pour l'émission des valeurs c'est la liaison intime de la mise en circulation des titres avec leur apparition à la bourse (2) et la constitution de syndicats (3).

La bourse peut *absorber* les valeurs avec une plus grande facilité ; la demande, qui s'y concentre, permet l'enlèvement rapide de quantités importantes de titres ; la faculté de vendre *à terme* donne au marché une plus grande capacité et est, nous le verrons, d'une extrême utilité, lorsqu'il s'agit d'acheminer vers le portefeuille des capitalistes, des emprunts considérables. D'ailleurs les titres, qui sont immédiatement l'objet de négociations en bourse, sont préférés du public.

Les syndicats d'émission (Syndikate, Consortien) sont nés, comme tous les syndicats, du désir de défendre ensemble les intérêts communs, de la nécessité *de s'attirer des amis pour les grandes opérations* (4). Ce sont des sociétés (5) qui ont pour

(1) Sattler, *Die Effektenbanken*, p. 55.

(2) Hecht, *Das Börsen-und Aktienwesen*, p. 58.

(3) Les syndicats financiers sont cependant d'origine fort ancienne, voir Goldschmidt, *Handbuch des Handelsrechts*, 3^e éd., t. I, pp. 162, 291 et 329. — Richard Ehrenberg, *Das Zeitalter der Fugger*, t. I, p. 399 : Au XVI^e siècle, « en règle, les syndicats financiers n'étaient que des associations plus ou moins amorphes ».

(4) Hecht, *Das Börsen-und Aktienwesen*, p. 56.

(5) Sur la nature juridique des syndicats d'émission, Sydow, Ueber Consortien oder sog. Syndicate zur Aktienbewegung, *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XIX, p. 427 et s. ; p. 440 « le consortium est une association pour l'exploitation d'une entreprise commerciale à compte commun... ». — C'est une *société occasionnelle* (Gelegenheitsgesellschaft) (notre association en participation est la forme la plus commune de sociétés occasionnelles), Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 980. Staub, *Kommentar*, p. 613. Ring, *Das Reichsgesetz betr. die Kommanditgesellschaften*, Berlin, 1886, p. 177. — Sur le fonctionnement des syndicats, de très longs et très intéressants développements dans W. Lotz, *Die Technik der deutschen Emissionsgeschäfte*, Leipzig, 1890, d'abord publié (écourté) dans les *Jahrbücher für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft*, t. XIV, p. 393.

but de retirer un bénéfice de l'émission de valeurs. C'est fort souvent le même syndicat qui acheta les titres aux Etats ou aux fondateurs ou les leur prit en commission ; il pourra arriver aussi que ce soit un syndicat différent.

Plusieurs banquiers d'une même place ou de places différentes achètent chacun une quotité de tel ensemble de titres à un prix déterminé (1) ; la marche à suivre qui varie selon la situation présente du marché, les usages de la place, etc. est fixée d'un commun accord ; une personne est chargée de mener l'affaire à bonne fin. Le *conducteur du syndicat* (Syndikatsführer), qui a des pouvoirs plus ou moins larges, doit agir avec une extrême prudence, ouvrir une souscription publique ou faire absorber peu à peu les valeurs par le marché (qu'il écarte surtout ces individus qui ont coutume d'acheter les titres nouvellement émis et de les jeter sur le marché alors que le syndicat ne les a point encore *écoulés* tous et qu'il doit *soutenir* les cours !), puis rendre ses comptes.

Les bénéfices dépendront de la différence entre le prix auquel a vendu le syndicat (Ueberlassungskurs) et celui auquel le titre fut primitivement acquis.

Chaque membre du syndicat principal pourra former d'autres syndicats (Unterkonsortien, Untersyndikaten) (2) indépendants, pour se décharger d'une partie des risques, pour aider à la réussite de l'opération qui sera d'autant mieux assurée qu'un plus grand nombre des personnes y sera intéressé. Lorsque les titres devront être payés dès la formation du syndicat, les banquiers pourront obtenir ainsi les fonds qu'ils n'auront point disponibles.

Quelles vont être les conséquences de cette liaison intime de l'émission avec la négociation en bourse par l'intermédiaire de syndicats ?

Faciliter d'une façon fort sensible l'*absorption* des titres ;

(1) Nous supposons le cas le plus fréquent ; le syndicat jouera parfois le rôle de commissionnaire.

(2) W. Lotz, *Die Technik* ; Sydow, *Ueber Konsortien*, p. 462 ; Staub, *Kommentar*, p. 613 ; Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 986.

éviter aux capitalistes, confiants dans le sort d'une entreprise ou d'un emprunt, ces heures d'angoisse, où l'on ne sait si le crédit intrinsèque de la nouvelle valeur triomphera des préjugés ou de la nonchalance du marché.

Mais la médaille aura un terrible revers. On songera à jeter sur le marché des valeurs si nombreuses qu'elles ne sauraient trouver place dans le portefeuille des capitalistes qu'à une époque fort éloignée : le *flottant* (tous ces titres, qui passent sans cesse de mains en mains), beaucoup trop considérable, transformera vite la valeur en *papier de jeu* (Spielpapier) et la discréditera : en souffrira toute personne intéressée sérieusement au succès de l'entreprise ou de l'emprunt et la morale publique, qui verra se rallumer sans cesse la passion du jeu. Les particuliers accepteront des valeurs fort douteuses ; « les risques sont minimes ; si nos espérances se réalisent les gains seront énormes ; nous pourrons, d'ailleurs, vendre à la première baisse ». De là le placement des titres que nul ne songerait à acquérir sans cette dernière faculté ; de là les paniques que rien ne justifie, le discrédit de valeurs excellentes à la première baisse, qu'explique simplement l'apparition un peu subite de quelques titres sur le marché.

Les syndicats d'émission sont des entreprises commerciales ; ils chercheront donc à acheter les titres le meilleur marché possible, et à les revendre le plus cher possible. Ils n'auront au succès de l'entreprise, à la solvabilité de l'emprunteur, qu'un intérêt purement momentané. Ils ne songeront trop souvent qu'à la situation actuelle du marché, prêt à faire à telle valeur bon ou mauvais accueil. Ici une honorabilité personnelle, le vieux renom de la *maison* sera le plus sérieux de tous les freins ; mais combien fragile ! Le mal apparaîtra très grave, lorsqu'il s'agira d'émettre des actions de société : l'entreprise sera considérée, selon l'expression du professeur Lexis, non comme le *sujet d'une opération* mais comme l'*objet d'une spéculation* (1). Personne ne s'étonnera qu'une plume

(1) Article *Gründung* dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*.

aussi ardente que celle d'Albert Schæffle ait pu traiter les syndicats de *Schwindlikaten* dans un jeu de mots extrêmement imagé (1).

II

Si nous cherchons à connaître quelques-unes des lois économiques que saisissent fort bien les maisons d'émission, nous verrons que le marché en valeurs a une vraie unité, que le marché en chaque espèce de valeurs a lui-même aussi son unité.

Supposons, tout d'abord, que le marché en telle valeur soit à *créer* : le marché imposera aux émetteurs des données nombreuses mais générales : le public ne veut à telle époque que des valeurs qui, à risques en apparence semblables, rapportent quatre pour cent ; en telle autre, il se contentera d'un revenu de trois pour cent. Lorsque la bourse est portée vers la hausse, songez à jeter sur le marché tel titre à un taux inférieur au taux moyen de l'épargne ; vous éprouverez souvent plus de difficultés que si vous vous laissiez entraîner par le courant et exigiez un *agio* sensiblement plus considérable. Ayez à émettre des valeurs détestables en un moment de hausse folle ; vous trouverez, sans difficulté, un grand nombre d'acquéreurs : la raison s'obscurcit tandis que les besoins deviennent pressants comme en temps de disette ! Que la bourse soit portée vers la baisse, ne cherchez pas à jeter des valeurs sur le marché ; celui-ci a déjà beaucoup de peine à supporter le poids des valeurs existantes ; vous ne sauriez réussir à moins de circonstances exceptionnelles.

Le marché pour telle catégorie de valeurs est-il déjà *créé*, a-t-on déjà fondé des entreprises similaires et parfois même vaguement similaires, dans telles conditions ? Le nouvel

(1) Die Anwendbarkeit der verschiedenen Unternehmungsformen (publiée originairement dans le *Zeitschrift für die gesammte Staatswissenschaft*, année 1869). *Gesammelte Aufsätze*, t. I, p. 232. Tübingen, 1885.

émetteur devra suivre les traces de ses prédécesseurs, s'il ne veut jeter la déconsidération sur son entreprise. La sensibilité, la sensiblerie du public sur tous ces points est extrême. Combien de valeurs n'ont été facilement émises que par suite du crédit d'entreprises semblables, alors même que ce crédit tenait à des motifs purement personnels à leurs fondateurs.

Ce sont là des principes fondamentaux qu'il ne faut point oublier lorsque l'on aborde la difficile question des émissions de valeurs, et que nous avons tenu à indiquer ici, pour montrer toute l'importance de la loi des milieux et pour jeter, de suite, un certain doute dans les esprits qui seraient disposés à attendre quelques progrès, dans ce domaine, d'une intervention de l'Etat.

III

Maintenant que nous connaissons dans ses grandes lignes la théorie générale et les conditions économiques de l'émission des valeurs dans notre civilisation contemporaine, nous pouvons étudier d'abord l'émission et la conversion d'emprunts, puis l'émission de valeurs d'entreprises industrielles et commerciales, en portant une attention plus spéciale sur les usages des marchés allemands.

Il est impossible de poser ici des règles fixes et générales : telle méthode fut toujours préférable en telles circonstances.

En Allemagne, on n'employait pas, comme en Angleterre, la vente d'emprunts en *boutiques de changeurs*, même lorsque le marché était *bon*. L'ouverture d'une souscription publique était beaucoup plus rare qu'en France, le succès étant considéré alors comme trop incertain (1).

L'Etat allemand, qui voulait placer un emprunt, vendait parfois ses titres à la bourse soit directement soit plus souvent par l'intermédiaire d'une banque ; c'était ce qui arrivait

(1) Art. *Staatsanleihen* dans le *Rechtslexikon* de Holtzendorff.

notamment en Prusse, où la *Seehandlung* se chargeait de la négociation (1). Mais il est aisé de comprendre qu'un tel mode était de nature exceptionnelle. Qu'il s'agit d'emprunts nationaux ou étrangers, les banquiers, généralement syndiqués, servaient d'intermédiaires ; ils jouaient alors tantôt le rôle de *maisons d'émission*, tantôt celui de *bureaux de souscription*. Un syndicat apparaissait même comme nécessaire, lorsqu'il s'agissait de forts emprunts, que les titres ne pouvaient être jetés sur un seul marché et qu'il fallait les répartir suivant les facultés de chaque place.

Au cas de conversions, les Etats s'assuraient généralement les capitaux, qui pouvaient devenir tout d'un coup nécessaires, par des traités avec des banquiers, qui se chargeaient parfois de mener à bonne fin toute l'opération (2).

« Aussi loin que je puis voir, c'est dans la situation importante des principaux participants, visible dans le droit positif du contrat, que se trouve la différence la plus réelle entre les sociétés par actions d'autrefois et d'aujourd'hui... Une telle influence prépondérante d'une aristocratie parmi les actionnaires était aux XVII^e et XVIII^e siècles une institution constitutionnelle, aujourd'hui c'est un heureux incident (3). » Il fallut, de bonne heure, lutter contre des administrateurs ou directeurs indolents ou infidèles qui, souvent, « traitaient en gaspillant comme des maîtres d'hôtel de riches particuliers » ; les pouvoirs passèrent de plus en plus aux actionnaires réunis en assemblée générale. Le succès de quelques sociétés, menées par des personnes fort intéressées à la réussite de l'entreprise, triompha souvent de la défiance populaire ; les chances de perte limitées, les chances de gains sans limites furent un sérieux appât ; le désir très hu-

(1) Mithoff, article *Anleihen* dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*.

(2) W. Lotz, *Die Technik*.

(3) Schmoller, *Die geschichtliche Entwicklung der Unternehmung. Jahrbücher für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft*, année XVI, p. 994.

main de faire fortune sans efforts ou avec un moindre effort, un certain esprit aventureux, qui pouvait se donner libre carrière dans les entreprises à rendements incertains, jouent un rôle très important dans cette *démocratisation* croissante des sociétés par actions.

Les actionnaires n'ont plus qu'un intérêt momentané au succès de l'entreprise, depuis que la négociation des titres en bourse est devenue fort aisée. Nous ne retrouvons plus guère ces associations où l'intérêt commun est sérieusement défendu parce qu'il n'est en réalité qu'une somme d'intérêts particuliers. Les actions paraissent être les parties d'un tout assez peu homogène ; chacun, sentant la fragilité du lien qui l'unit à ses cosociétaires, cherche les bénéfices actuels les plus exagérés. Le *vrai* fondateur se contentera souvent de mettre en activité la nouvelle entreprise et de prélever un droit léonin ; l'émetteur fera payer fort cher son intervention au point même de mettre souvent en jeu le sort de l'entreprise (1) ; les administrateurs chercheront des gains considérables dans un surmenage qui pourra tuer bientôt l'entreprise, mais qui les aura enrichis (2).

Les sociétés fondées, en grande partie, pour remédier à la mortalité et à la faiblesse de l'homme, semblent souvent, dès leur naissance, condamnées à végéter ou à disparaître. Ceci était surtout sensible en Allemagne, où M. Behrend disait en 1873 : « Les sociétés ne sont fondées que pour rapporter aux fondateurs et émetteurs : que ce motif joue un si grand rôle dans nos sociétés par actions, c'est là le principal mal dont nous souffrons (3). » Écoutons aussi Albert Schæffle :

(1) L'auteur de la théorie de l'inconscient, Eduard von Hartmann (*National Zeitung Morgenausgabe* du 17 nov. 1871 ; *die moderne Aktienindustrie*), nous paraît, en ce qui concerne « les hautes provisions des bénéfices et des syndicats », d'un optimisme peu justifié.

(2) Le remède contre ce dernier état de chose a été sinon bien, tout au moins assez bien trouvé, nous le reconnaissons.

(3) *Zur Reform des Aktiengesellschaftswesens: drei Gutachten* von Wiener, Goldschmidt und Behrend, *Schriften des Vereins für Socialpolitik*, t. I, 38, Leipzig, 1873 ; M. Goldschmidt s'exprime dans le même sens, *op. loc.*, p. 30.

« Les sociétés par actions se trouvent aux prises dès leur naissance avec une grosse difficulté : leur fondation est une spéculation indépendante qui est réalisée par les fondateurs avant que les fautes soient notoires et désastreuses pour eux (1). »

La loi allemande du 11 juin 1870 avait supprimé pour les sociétés par actions la nécessité d'une autorisation gouvernementale. Après la guerre franco-allemande (2), les vainqueurs reçurent des commandes de toutes parts ; les stocks partout épuisés durent être renouvelés : l'industrie prit un extraordinaire essor. Beaucoup d'argent disponible à la suite de conversions, etc., ne trouva point de placement ; on spécula, on joua ; et, pour alimenter le marché, on transforma un nombre énorme d'entreprises privées, généralement industrielles, en sociétés par actions (3). Les apports furent appréciés à des prix fantastiques, les *agios* furent très élevés : les entreprises, autrefois excellentes, périclitèrent sous la forme de sociétés par actions. Lorsque, dix ans plus tard, on réfléchit à froid à la dernière crise économique et aux enseignements qu'on pouvait en retirer, on décida de resserrer plus étroitement les liens entre la société et les actionnaires,

(1) *Die Anwendbarkeit der verschiedenen Unternehmungsformen, Gesammelte Aufsätze*, Tübingen, 1885, t. I, p. 232.

(2) Sur toute cette crise et les abus qui se sont produits dans le domaine des sociétés par actions, toute une bibliographie énorme. M. Van der Borcht fournit une bibliographie presque complète à la fin de son article, *Aktien-gesellschaft de l'Handwörterbuch der Staatswissenschaften*. Citons notamment les motifs de la novelle de 1884 sur les sociétés par actions : *Reichstags Aktenstücke von 1884*, n° 21, p. 50 et s. et deux livres (à la fois fort amusants et fort tristes), comparables sur bien des points à notre France Juive, qui font bien saisir dans quelles directions les fraudes étaient possibles avant la loi de 1884 et dans quel sens les abus se sont encore produits lors de la dernière crise : Otto Glagau, *Der Börsen-und Gründungsschwindel in Berlin*, Leipzig, 1876 ; *Der Börsen-und Gründungsschwindel in Deutschland*, Leipzig, 1877.

(3) Glagau prétend qu'un industriel berlinois reçut vers 1872 un si grand nombre de lettres lui demandant de *se laisser fonder* (laisser transformer son entreprise en sociétés par actions) qu'« il fit imprimer un formulaire contenant sa réponse négative ». — Prenons l'histoire pour ce qu'elle vaut.

d' « assurer une base solide à la société en réglementant étroitement la période de fondation et la réunion du capital, de rendre les responsabilités civiles plus étendues et de les renforcer par de sévères dispositions légales » (1).

La crise de 1889-1891 fut due, surtout, à la spéculation sur valeurs anciennement émises ; comme le marché offre toujours aux heures de hausse une certaine capacité, la fondation de sociétés par actions joua cependant alors un rôle important. On fonda peu de nouvelles entreprises ; on se contenta généralement de transformer les entreprises existantes en sociétés par actions, d'augmenter le capital social, etc. « Dans la grande majorité des cas, il s'agissait simplement pour celui, qui était propriétaire de l'entreprise jusqu'à ce jour, de saisir une occasion favorable pour la céder avec un bénéfice, qu'il n'aurait pu atteindre autrement ; banquiers et capitalistes qui prenaient part à la fondation espéraient trouver une occasion de gains considérables, que payerait, somme toute, en dernier lieu, le public acheteur des actions » (2).

« On offrait au public les actions d'une société toute constituée avec une prime dont la fixation était laissée à la discrétion des (vrais) fondateurs » (3).

M. Lévy nous a dit comment, en Allemagne, depuis la loi de 1884, se fondaient souvent les sociétés par actions (4).

Le marché était-il disposé à absorber telle espèce de valeurs ; un banquier ou un syndicat de banquiers mettait en campagne ses agents : il s'agissait de trouver une entreprise, bonne, si possible, pour la *fonder*.

On indiquait un particulier dont les gains annuels étaient de

(1) Bing, *Les sociétés anonymes en droit allemand*, introduction ; Kleinwächter dans *Schönberg's Handbuch*, t. I, p. 217.

(2) Lexis, article Gründung dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*.

(3) Bing, *Sociétés allemandes*, p. 17.

(4) *Haben sich die durch die Aktiennovelle vom 18 Juli 1884, geschaffenen Cautelen gegen unsolide Gründungen von Aktiengesellschaften bewährt... Verhandlungen des XXII deutschen Juristentages*, t. I, p. 206.

dix à douze pour cent ; le banquier s'abouchait avec lui. Lutter seul pour la vie est toujours fort dur ; la chance peut très bien ne pas se poursuivre ; survienne un traité de commerce fermant tel débouché ? Le propriétaire de l'entreprise cédait ; mais il ne voulait pas vendre raison sociale et matériel au seul prix de ce dernier : les taxateurs majoreront les apports en nature ; il est si aisé d'estimer 1.350.000 M. ce qui vaut 900.000 !

On signait un traité préliminaire : l'entreprise sera transformée en société par actions ; le propriétaire actuel sera un des fondateurs ; quatre hommes de paille compléteront la série des *personnes responsables*. Le capital social sera de 1.600.000 M. : 1.350.000 M. d'efforts en nature, 250.000 M. de fonds de roulement. Le propriétaire actuel cédait de suite ses 1350 actions de 1000 M. au banquier ; il recevait comme à-compte 250 actions de 1.000 M., et le banquier, en tant que banquier, créditait la société de 250.000 M. sur ses registres.

La *comédie* était jouée. La société était inscrite sur le registre du commerce, les actions jetées sur le marché ; le banquier n'avait plus qu'à payer à l'ancien propriétaire les 1.400.000 M. restés dus, et à partager les bénéfices avec ses associés.

IV

On dit qu'une valeur ou une marchandise est admise *au marché* (1), lorsque les opérations sur cette valeur ou mar-

(1) Le « marché officiel » (*der offizielle Verkehr*) est l'ensemble des opérations faites à la bourse par l'intermédiaire des courtiers officiels sur les valeurs ou marchandises « admises au marché », le « marché libre » (*der freie Markt*) l'ensemble des opérations faites à la bourse en toutes autres circonstances. Lorsque l'« admission au marché » est inconnue sur une place, d'une façon générale ou pour une certaine catégorie de choses, on désigne parfois par « marché officiel » l'ensemble du trafic sur les valeurs ou marchandises admises à la cote et négociées par l'intermédiaire d'un courtier officiel. D'ailleurs cette distinction a en Allemagne une médiocre importance (V. cependant notre chapitre sur les courtiers et la fixation des cours).

chandise sont l'objet des soins plus particuliers, parfois même exclusifs, des autorités de la bourse et de leurs agents, à la cote, lorsque les cours de cette valeur ou marchandise sont fixés selon des règlements particuliers ou généraux avec l'intervention parfois des commerçants délégués à cet effet et des courtiers officiels, parfois des uns ou des autres seulement.

Ce sont là deux notions, souvent assez vagues et essentiellement variables. La première est inconnue sur un grand nombre de places ; en Allemagne, tout au moins, elle n'est historiquement qu'un dérivé de la seconde.

Tout d'abord, on établit des cours officiels pour les valeurs ou marchandises, objets d'un trafic suffisamment régulier et important ; les premières mesures concernant les opérations sur certaines valeurs ou marchandises n'eurent qu'un caractère purement prohibitif : telle, en 1720, cette défense de négocier à la bourse de Hambourg les *espérances de titres* de la société d'assurance maritime nouvellement autorisée (1). La notion de *marché* semble s'être dégagée lentement. Les comités de bourse et les courtiers portèrent de jour en jour une attention plus spéciale sur les valeurs qu'ils devaient coter. Que l'on désire tenir nettement à l'écart les titres détestables ou offrant de médiocres garanties et, plus souvent, que les valeurs cotées officiellement accaparent l'attention des mandataires officiels ou semi-officiels, et la notion de *marché* va prendre une plus grande importance : autorités de bourse et courtiers officiels ne s'occuperont plus que de certaines valeurs et abandonneront les autres à leur *malheureux* sort.

Il ne pourra s'agir d'admission à la cote que sur les marchés où existera une cote officielle indiquant les cours. C'est ainsi qu'à Hambourg, dans le trafic en marchandises, où on ne rencontrait que des cotes privées, les deux notions de *marché* et de *cote* étaient complètement inconnues (2).

Si nous considérons la bourse en valeurs de Berlin, avan-

(1) V. *Histoire du marché allemand en valeurs*.

(2) Weber, *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XLV, p. 74.

sa nouvelle réglementation, l'admission au marché nous apparaîtra comme une simple étape, étape, il est vrai, généralement nécessaire. Une seule disposition, à noter ici, s'y trouvait rattachée : en vertu de l'ancien article 13 du règlement de bourse révisé, « aucun courtier officiel ne devait servir d'intermédiaire pour les valeurs qui n'étaient pas admises à la négociation en bourse (1) ». Quiconque connaît la situation des courtiers officiels sur la place de Berlin, avant la nouvelle loi des bourses, appréciera la médiocre importance d'une telle disposition, qui ne pouvait avoir comme résultat notable que de limiter encore les gains de ces intermédiaires.

L'admission à la cote que visaient surtout, nous dirons même, presque exclusivement, les personnes qui demandaient l'admission d'une valeur au marché, avait aux yeux du public une certaine importance et cependant, à Berlin, l'apparition de cours à la partie non officielle de la cote officielle n'était point une garantie : les commissaires réservant leur attention aux seules valeurs admises à la partie officielle de la cote officielle. La publication d'un prospectus d'émission, probablement plus exact, en tous cas signé et plus complet, qui précédait l'apparition des titres sur le marché, n'était pas sans quelque influence sur la considération dont jouissaient souvent les valeurs négociées au marché officiel. Comme les conditions imposées pour l'admission des valeurs étaient généralement peu sévères et peu dangereuses pour ceux qui savaient agir avec prudence et ne pas prendre trop d'engagements, les maisons d'émission demandaient et obtenaient généralement cette publicité.

Les valeurs, qui n'étaient pas admises au marché et à la cote, étaient négociées par l'intermédiaire souvent moins coûteux et, si l'on savait faire son choix, tout aussi honorable des courtiers libres : leurs cours étaient publiés dans des cotes privées telle que l'*Herstelscher-Cours-Bericht*, qui jouissait d'une

(1) Dernier paragraphe ; *Handbuch der Berliner Fondsbörse*, 1895, p. 81.

vraie considération dans le monde des affaires par suite du contrôle très effectif qu'exerçaient les banques berlinoises. Si les cotes privées ne jouaient généralement qu'un rôle supplétoire, c'est que les valeurs écartées du *marché* et objets de transactions vraiment suivies étaient extrêmement rares : les cours de la cote officielle étaient exacts ; nul besoin de jeter sans motifs le désarroi dans les transactions et, par là même, dans une large mesure, le discrédit sur la place. L'admission au *marché* et à la *cote* n'apparaissait point comme nécessaire au succès d'une émission ; elle la facilitait seulement dans une plus ou moins large mesure. Une telle organisation avait l'immense avantage de permettre la facile réhabilitation d'une valeur écartée, à tort, du marché et ayant fait ses preuves.

La notion de *marché* était inconnue à la bourse en valeurs de Hambourg ; nul courtier officiel ; le *comité des experts* ne décidait que de l'admission à la cote officielle (1).

Sur les places allemandes, il ne s'agissait pas généralement, avant la loi des bourses, d'admission au *marché d'espèces*, de *change*, et de *merchandises* (2). Cette notion aurait pu apparaître, mais d'une façon purement négative, si les opérations sur certaines marchandises avaient été exceptionnellement défendues à la bourse. L'admission à la *cote* était partout la conséquence naturelle d'un certain développement dans les transactions.

A Berlin, en vertu de l'article 13 du règlement révisé, « les sections du commissariat de bourse avaient à décider en quels objets nouvellement introduits à la bourse et appartenant à leur branche, il était permis aux courtiers officiels de prêter leur ministère » (3) ; il pouvait donc s'agir de *marché* pour d'autres objets que les valeurs. L'admission à la cote

(1) Jürgens, *Handbuch*, p. 80 : nous ne pouvons poursuivre cette étude à propos de tous les marchés allemands en valeurs ; nous avons choisi les deux marchés qui à deux extrémités opposées se présentent avec des caractéristiques plus ou moins particulières.

(2) Weber, *Zeitschrift für Handelsrecht*, t. XLV, p. 71.

(3) *Handbuch der Berliner Fondsbörse*, 1895, p. 80.

officielle (partie officielle) était décidée par les *anciens de la corporation des marchands* (1).

A la bourse en marchandises de Hambourg : ni *marché*, ni *cote* (2).

Avant 1885, il ne s'agissait généralement pas d'admission de valeurs *au marché* ; l'admission *à la cote* était prononcée, à la guise des autorités de la bourse, après que les valeurs eussent fait un stage plus ou moins long et probant au marché libre.

A Hambourg, qui conservait une des dispositions les plus rudimentaires et empreintes du libéralisme le plus accentué, on ne *devait* écarter de la cote officielle que les valeurs désastreuses pour l'intérêt général (3). A Berlin, les *anciens de la corporation des marchands* avaient à décider, d'après les circonstances, quels objets devaient être admis à la fixation officielle des cours et à la *cote officielle* (4). On entendait cette dernière disposition en ce sens que « 1^o le capital de l'entreprise, sur la solidité de laquelle bien entendu aucun bruit fâcheux ne devait courir, ne fût pas trop minime ; 2^o il devait s'être développé à la bourse en cette valeur un trafic important, constaté par les courtiers officiels » (5).

Dans l'*ère des fondations* (Gründungsæra), que nous avons vu suivre la guerre franco-allemande, on se servit des journaux pour publier sous le nom de *prospectus*, des réclames, plus ou moins voilées, il est vrai (6). Le public, qui avait souvent lieu de croire qu'on désirait lui fournir les éléments

(1) Règlement révisé, § 14, *eod. loc.*, p. 81.

(2) Nous ne parlerons pas plus pour les marchandises que pour les valeurs d'admission *au marché à terme* ; nous retrouverons cette notion spéciale dans la seconde partie.

(3) Syndikatsordnung für den Effektenhandel in Hamburg, *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XV, p. 184.

(4) Art. 13 du règlement de bourse de 1866.

(5) Struck, *Effektenbörse*, p. 117.

(6) Hecht, *Das Börsen und Actienwesen*, p. 52. Cf. Frentzel, *Ueber Emissionswesen und Zulassung von Werthpapieren zum Handel und zur Notiz*, Material, *Sitzungs-Protokoll*, p. 96.

nécessaires pour l'appréciation d'une nouvelle valeur, se voyait trompé. Les émetteurs savaient éluder de ce chef toute responsabilité : « ils s'engageaient à tout et ne promettaient rien » (1).

Un règlement inédit de 1882 (2) nous parle pour la première fois d'une institution qui semble s'être développée lentement à la bourse de Berlin : l'exigence d'un prospectus avant d'admettre une valeur à la cote. « Pour l'admission à la partie non officielle (de la cote) décide le collège des anciens, pour l'admission à la partie officielle le commissariat de la bourse en valeurs. L'un et l'autre comité n'admettent à la cote, en principe et sans exception, que les valeurs dont le capital s'élève au moins à un million de marks et pour lesquelles on publie, par insertion dans les journaux lus sur la place et par affiche à la bourse, d'une façon absolument complète, toutes les indications permettant de juger la valeur, sous la signature, entraînant responsabilité de personnes ou maisons connues. On doit en envoyer un exemplaire signé au collège des anciens. Les motifs d'un refus d'admission à la cote ne sont donnés en aucune circonstance » (3).

L'article 13 révisé du règlement de la bourse de Berlin (4) exposait cette réforme, dont le triple but était, au dire des anciens de la corporation, « de supprimer l'anonymité des prospectus, de fournir aux rentiers et spéculateurs des renseignements plus probablement exacts et d'établir une commission pour en apprécier l'exactitude » (5). Toute personne qui voulait faire admettre une valeur au *marché* et à la *cote*

(1) Glagau, *Der Börsen und Gründungsschwindel in Berlin*, p. 74.

(2) *Archives des anciens de la Corporation des marchands de Berlin*, cote, c. 32, p. 181 et surtout 234. — Si des pièces antérieures constatent l'envoi de prospectus aux anciens de la corporation, aucune autre ne parle de l'obligation de publier un prospectus ; cette obligation est issue de l'habitude prise d'envoyer un prospectus avec la demande d'admission.

(3) Cf. les avis successifs de la chambre de commerce de Francfort (*Puls*, *Frankfurter Börsen-Handbuch*, p. 65).

(4) *Handbuch der Berliner Fondsbörse*.

(5) *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 24 février 1890.

dut, dès lors, suivre une procédure que nous allons exposer (1). Une banque berlinoise composait un prospectus. Ce prospectus devait contenir toutes les indications, tous les renseignements qui permettraient au public une appréciation exacte de la valeur du titre. Une telle notion n'était-elle point fort élastique ? Les *anciens* se décidèrent, en 1888, à publier non point une liste limitative des dispositions que devraient contenir les prospectus, mais un aperçu des « principes selon lesquels le commissariat de bourse s'était laissé diriger lors de l'appréciation de prospectus d'émission » (2). Ce furent là les points de vue directeurs (*Leitende Gesichtspunkten*) (3), qui informèrent l'émettant sur les *pratiques actuelles* (4). La plupart des indications exigées étaient de nature *formelle* (5), beaucoup cependant étaient de nature mixte, *semi-formelle*, *semi-matérielle*.

Le prospectus devait, en principe, être signé de l'émettant.

Le commissariat, qui écoutait les conclusions d'un rapporteur, recherchait si le prospectus contenait bien tous les renseignements permettant une appréciation intrinsèque de la valeur des titres (6). Sa réponse était-elle affirmative ? La valeur était admise au *marché*. Était-elle négative ? La valeur en était écartée. Si le prospectus contenait une ou plusieurs lacunes, le commissariat pouvait, tout en refusant l'admission, expliquer officieusement à l'émettant les motifs de sa décision. Celui-ci pouvait alors modifier son prospectus, former une nouvelle demande et obtenir l'admission au *marché*.

Au cas de difficultés, les anciens de la corporation des

(1) Voir le rapport, déjà cité, de M. Frentzel et surtout la *Correspondenz der Ältesten*, loc. cit.

(2) *Eod. loc.*

(3) *Handbuch der Berliner Fondsbörse*.

(4) M. Weber, *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XIV, p. 79 ; Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 766, note 3.

(5) W. Lotz, *Die Technik*, p. 24.

(6) *Correspondenz der Ältesten*, loc. cit.

marchands prenaient une décision (1) ; le ministre du commerce pour les Etats prussiens aurait pu, dit-on, intervenir et imposer sa volonté, en vertu de son droit de haute surveillance (2).

La seule conséquence immédiate de l'admission au *marché* était l'autorisation donnée aux courtiers officiels de prêter leur ministère ; le commissariat décidait, en accordant l'admission, quels courtiers officiels seraient chargés spécialement de la négociation des nouvelles valeurs.

Le prospectus était publié. Dans un délai, dont la longueur assez variable, généralement très brève, était fixée par la maison d'émission, on pouvait procéder à une souscription plus ou moins formelle ou à la négociation immédiate des valeurs.

L'admission à *la cote* était obtenue lorsqu'une valeur, admise au *marché*, était l'objet de transactions suffisamment importantes et régulières (3). Le commissariat décidait de l'admission à la « partie non officielle de la cote officielle » ; les « anciens de la corporation des marchands » attendaient pour accorder l'admission à la « partie officielle de la cote officielle », que la valeur eût *fait ses preuves* sur le marché.

Cette réforme fit bientôt fortune. Presque toutes les bourses (4) en valeurs exigèrent la publication d'un prospectus avant de prononcer l'admission au *marché* et à *la cote* ou simplement à *la cote* et adoptèrent, en totalité ou en partie, la procédure que nous venons d'exposer.

(1) Règlement de bourse révisé, article 13.

(2) Material, *Stenogr. Ber.*, p. 3.

(3) Les courtiers officiels pouvaient prêter leur concours dès l'admission de la valeur au marché ; mais l'admission à la cote n'était jamais accordée avant la répartition des titres.

(4) Puls, *Frankfurter Börsenhandbuch*, p. 66 ; Jürgens, *Hamburgisches Börsenhandbuch*, p. 80, etc. En ce qui concerne certaines places où la publication d'un prospectus était imposée par l'usage, *Stenog. Berichte*, p. 1502 et 1413. A Leipzig notamment, la publication d'un prospectus n'était point imposée. Sur les places de médiocre importance, on n'imposait souvent pas la publication d'un prospectus lorsque la valeur était admise au *marché* et à la *cote* d'une ou plusieurs bourses importantes.

Une disposition, égarée, pour ainsi dire, au milieu de prescriptions généralement formelles, était destinée à jouer un rôle fort important et à atténuer sensiblement la portée de la réforme. « La maison qui veut faire souscrire une valeur ou la faire admettre à la bourse doit joindre au prospectus, pour le cas où celui-ci n'est pas fait complètement par elle, une déclaration qu'elle signera, d'après laquelle la souscription ou l'introduction à la bourse a lieu sur la base dudit prospectus. Cette déclaration doit être contenue aussi bien dans les exemplaires destinés à être affichés à la bourse, que dans toutes autres publications du prospectus (1). »

Si nous trouvons, durant les premiers temps qui suivirent la mise en vigueur du nouvel article 13, quelques prospectus signés par les maisons d'émission elles-mêmes (2), il s'établit bientôt, en règle générale, sans notable exception, que toutes les dispositions relatives à l'entreprise ou à l'Etat emprunteur furent signées par les fondateurs de la société ou un ministre des finances. La maison d'émission se contentait d'ajouter une espèce de postscriptum où elle déclarait mettre en circulation, *sur la base du précédent prospectus*, des titres répondant à telle désignation (3).

(1) Leitende Gesichtspunkten, partie générale, article 8, *Handbuch der Berliner Fonds-Börse*, p. 109.

(2) Von Mendelssohn, *Referat über die Frage der Haftung der Emissionshäuser*, p. 4 (dans le Material).

(3) Extraits de deux prospectus publiés dans le *Beilage zum Herstelschen Coursbericht* du 25 juin 1896 :

« Sur la base du précédent prospectus, les actions de la fabrique de machines Gritzner, société par actions, nos 1 à 2000 à 1000 M = 2.000.0000 M. sont admises au marché et à la cote à la bourse de Berlin et seront mises en circulation lundi 29 juin courant.

HERZ, CLEMM ET C^{ie}.

« Sur la base du précédent prospectus, 20.000.000 de couronnes d'obligations hypothéquées de la première caisse d'épargne nationale à Pesth sont admises au marché à la bourse de Berlin et à la cote dans sa cote officielle et sont mises par nous dans le commerce. Nous ouvrons d'abord une souscription partielle de 10.000.000 de couronnes aux conditions suivantes :

1^o La souscription a lieu samedi 27 juin... à Berlin... à Dresde... On

A Königsberg, où les maisons d'émission étaient plus rigoureusement tenues à signer les prospectus (1), la corporation des marchands semblait avoir *compté avec les difficultés pratiques* (2).

Comme le commissariat de la bourse en valeurs de Berlin était maître (3) du marché et de la *partie non officielle de la cote officielle*, il pouvait refuser son autorisation sans en fournir le moindre motif : restaient les facultés de porter appel de ses décisions devant les anciens de la corporation des marchands et, à la première occasion, de ne plus réélire les commissaires qui avaient abusé de leurs pouvoirs (4).

Le commissariat fit usage de ce droit avec une extrême modération, tout en affirmant qu'il n'appréciait jamais ni les chances de succès des entreprises, ni la solvabilité des Etats : il tenait, avant tout, à écarter toute responsabilité sur des questions aussi graves et difficiles à résoudre, et à laisser à chaque particulier le poids d'un jugement tout personnel. Sur d'autres places, tout en usant de ce droit avec une grande réserve, les autorités de la bourse appréciaient *en une certaine mesure* la valeur du titre (5).

Prenons dans la vie pratique quelques exemples qui pourront nous faire apercevoir comment le commissariat berli-

se réserve la faculté de clore plus tôt la souscription.

2° Le prix de souscription est 99 1/4 0/0...

3° Lors de la souscription, une caution de 5 0/0 doit être fournie...

4° Le bureau de souscription se réserve le droit de faire la répartition comme il l'entendra...

5° La délivrance des titres répartis, qui peut avoir lieu à partir du 10 juillet, doit être effectuée, au plus tard, le 31 juillet.

Un compte rendu des opérations de l'association et ses statuts sont à la disposition du public dans les bureaux de souscription.

Berlin, juin 1896.

Banque de Dresde.

MEYER COHN.

(1) Material, *Die hauptsächlichsten Börsen*, p. 29.

(2) *Stenog. Berichte*, p. 1527.

(3) Article 13, § 1, du règlement de bourse révisé.

(4) Nous n'en connaissons d'ailleurs aucun exemple.

(5) En ce qui concerne Francfort, *Stenog. Berichte*, p. 802 ; en ce qui concerne Breslau, *Stenog. Berichte*, p. 774.

nois entendait son rôle. On voulut émettre à Berlin un emprunt de la Bosnie et de l'Herzégovine, garanti par le gouvernement autrichien ; le commissariat refusa, tout d'abord, l'admission au marché parce que l'on n'avait pas transcrit l'acte par lequel le gouvernement autrichien s'obligeait à la garantie. La Diskontogesellschaft voulut émettre les actions de la *banque allemande du Brésil* dont la moitié était complètement libérée, l'autre moitié à moitié libérée : comme une telle situation établissait un avantage marqué en faveur des actions à moitié libérées, le commissariat ne prononça l'admission au marché que lorsque toutes les actions furent totalement libérées. L'*entreprise électrique de Zurich* voulut émettre des obligations avant que l'actif de la société ne fût complètement versé ; le commissariat de la bourse en valeurs de Berlin refusa l'admission au marché : tant que l'actif n'est point entièrement versé, les obligataires n'ont-ils pas une garantie insuffisante !

Ces trois exemples nous entraînent insensiblement dans le domaine de l'appréciation de l'entreprise elle-même : le commissariat entendait donc son rôle d'une façon assez peu nette et assez peu franche.

Quels ont été les résultats de « cette obligation de publier un prospectus » (Prospektzwang) ?

Le public lit-il les prospectus ? Sur ce premier point, les réponses paraissent être généralement négatives ; quelques esprits mordants n'hésitent pas à donner une réponse affirmative, en ajoutant immédiatement : lorsque la société est en déconfiture et que l'on cherche quelque personne responsable de sa propre faute pour exiger d'elle un remboursement partiel ou pour se mettre en tranquillité avec sa conscience. Un seul fait paraît bien certain, c'est que le public n'a jamais lu et ne lira jamais que les prospectus courts (1).

(1) Un aimable banquier nous citait un exemple probant : il eut un jour à fondre plusieurs petites compagnies de chemin de fer en une seule. Lorsqu'il émit les nouvelles valeurs, il publia un prospectus assez court, et renvoya pour les différents contrats des sociétés primitives à un compte-

Or est-il souvent possible de publier un prospectus court et complet ? Non ; il n'est même souvent point possible de publier un prospectus très long et complet. Comment savoir par avance quel contrat jouera un rôle prépondérant dans l'avenir de la société ? Telle convention jugée subsidiaire lors de l'émission d'une valeur peut prendre tout d'un coup une importance considérable.

La nouvelle réforme a-t-elle eu pour résultats de permettre aux personnes diligentes une appréciation exacte de la valeur des entreprises et de la solvabilité des Etats, et de faire retomber sur des personnes connues le poids des déclarations inexactes et des omissions presque dolosives ? Un progrès dans l'un et l'autre sens était certainement très sensible ; mais les bureaux où l'on composait des prospectus peu compromettants étaient toujours très florissants et l'omission de mentions fort importantes rendait les appréciations toujours très difficiles ; les ministres des finances, qui signaient les prospectus d'emprunts, étaient hors des atteintes de la loi, toutes les fois qu'ils publiaient des budgets fictifs ; les *fondateurs* de sociétés, qui exposaient les buts, les moyens de la nouvelle entreprise étaient souvent des *hommes de paille* d'honorabilité fort douteuse et sans solvabilité.

L'obligation de publier un prospectus n'a-t-elle point rendu les émissions plus coûteuses ; les souscripteurs n'achètent-ils pas maintenant plus cher leurs titres ? Je crois qu'une réponse affirmative à cette question serait seule exacte. Les frais de publicité sont plus élevés ; et surtout les maisons d'émission ont, semble-t-il, augmenté leur *agio* : la concurrence qui, à l'ordinaire, empêche une telle conséquence, n'a probablement pas produit ici un tel effet ; le nombre des maisons auxquelles on s'adresse pour lancer une émission

rendu qu'il déclara expressément tenir à la disposition du public : personne ne vint en demander communication, alors que c'étaient bien là certainement les seules données qui permettaient de se former un jugement exact sur les chances de succès de la compagnie.

étant assez restreint, la concurrence n'a pu opérer son effet nivelateur. C'est là, tout au moins, ce que nous ont affirmé les personnes les plus autorisées.

Les *obligations foncières* (Pfandbriefe) (1), qui jouent un rôle très important dans la vie économique de l'Allemagne et surtout de l'Allemagne du Sud puisqu'elles absorbent cinq milliards environ de l'épargne nationale, étaient généralement (2) mises en circulation d'une façon toute spéciale avant que l'on imposât la publication d'un prospectus pour obtenir l'admission au marché et à la cote. La demande se concentrait dans le bureau du directeur de la banque hypothécaire ; les agents, répartis dans toute la province, faisaient parvenir les ordres qui leur étaient donnés ; les titres étaient mis en circulation selon les besoins : on n'avait nul souci de les laisser passer sans cesse de mains en mains, d'avoir un flottant trop considérable qui attirerait sans doute la spéculation. Il n'y avait donc point, à proprement parler, une émission, un acte unique de mise en circulation de valeurs ; la situation de la banque hypothécaire était plutôt celle d'un commerçant ordinaire qui attendrait la demande pour vendre ses marchandises. La demande d'admission au *marché* et à la *cote* d'une bourse n'était qu'un moyen d'obtenir une certaine publicité, de prévenir les détenteurs actuels de la valeur actuelle du titre et d'attirer les acheteurs.

Lorsque les bourses de Berlin et de Francfort exigèrent la publication d'un prospectus avant d'admettre les valeurs au *marché* et à la *cote*, les banques hypothécaires se virent forcées d'émettre. L'obligation de publier un prospectus (Prospektzwang) eut pour conséquence l'obligation d'émettre (Emissionszwang), selon l'expression de M. F. Hecht. Les banquiers de Berlin et de Francfort devinrent des intermé-

(1) Voir Hecht, Der Prospektzwang und der Emissionszwang, *Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, 1892, nos 28 et 29. — Le même auteur insistera sur cette question dans un des derniers tomes de son grand ouvrage sur *Die Organisation des Bodenkredits in Deutschland*.

(2) Sauf le *Preussische Central-Boden-Kredit-Aktiengesellschaft*.

diaires nécessaires ; les prospectus durent être publiés dans les principaux journaux : les frais devinrent assez élevés tandis que les valeurs s'acheminaient plus lentement vers le portefeuille des capitalistes, toutes les fois que les banques ne savaient point feindre une émission. Quels avantages le public retira-t-il de cette obligation de publier un prospectus et d'émettre les titres ? Tout d'abord et surtout de payer sensiblement plus cher les valeurs ; car il sait ou doit savoir fort bien ce qu'est une obligation hypothécaire ; la surveillance gouvernementale, assez fréquente, en tous cas, les dispositions de la loi concernant la responsabilité des directeurs et administrateurs n'assurent-elles point la publication de bilans exacts ? La seule question, qui, selon nous, mériterait d'attirer l'attention plus spéciale des capitalistes (celle de savoir si une dépréciation des immeubles, due en partie à de nombreuses ventes forcées ou sans cesse accentuées par elles, ne mettrait pas un jour la société dans une terrible situation) ne peut être résolue avec les données d'un prospectus d'émission (1).

V

A quelle responsabilité se trouvaient exposés sur les places allemandes avant la loi des bourses les banquiers ou syndicats de banquiers qui émettaient des valeurs (2) ? Pour répondre à cette question fort complexe, il nous faut indiquer tout d'abord la nature juridique des relations variables

(1) La *Frankfurter Zeitung* notamment n'a jamais cessé de soutenir que chaque mise en circulation de valeurs hypothécaires devrait être précédée par la publication d'un prospectus et que la chose est d'autant plus nécessaire qu'une grande partie des valeurs foncières sert au placement des biens de mineurs.

(2) Un seul livre traite assez longuement de la responsabilité des maisons d'émission (A. H. Wertheim, *Het Emissie-Syndicaat*, Amsterdam, 1891, p. 27) : il est malheureusement très médiocre ; sur cette question voir Cohn dans *Endemann's Handbuch*, t. III, p. 869.

des banquiers avec le public, puis, en ce qui concerne les valeurs admises au marché et à la cote, tenir compte de l'obligation de publier un prospectus ; nous exposerons enfin la situation particulière des émetteurs d'actions de sociétés depuis la nouvelle de 1884.

Le banquier avait-il tenu un simple *bureau de souscription* ? Il était l'*organe*, le mandataire des personnes qui désiraient émettre (1) ; il ne pouvait être question de liens contractuels entre lui et les souscripteurs. Le *bureau de souscription* était hors de toute atteinte lorsqu'il s'était gardé de tout dol personnel ; s'il s'était rendu personnellement coupable de manœuvres frauduleuses, il était, bien entendu, responsable de son délit.

Le banquier émettait-il les titres pour son propre compte, les mettait-il lui-même en circulation et contractait-il personnellement avec les souscripteurs ? Il apparaissait alors comme tenu, ainsi qu'un vendeur ordinaire (2), à une garantie plus ou moins étendue selon les circonstances : se portait-il garant de la valeur du titre ? Il était responsable non seulement de tout dol mais de toute faute que ne devrait point commettre un commerçant diligent. Refusait-il toute garantie ? Il n'était responsable que de son dol et de sa faute lourde. Vendait-il les titres sans la moindre clause relative à sa garantie ? Il fallait voir tout d'abord si l'on ne pouvait dégager des circonstances de fait quelque engagement à garantie ou l'exclusion de toute garantie ; et à défaut de solution dans ce domaine, on devait considérer comme seule exacte la doctrine qui, les assimilant aux négociants en marchandises ordinaires, exigeait d'eux *une bonne marchandise en échange d'un bon prix*, étendait la limite de leur responsabilité jusqu'à leur faute légère. Il ne faudrait point se laisser tenter

(1) *Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts*, t. XVII, p. 46, t. XVIII, p. 483, t. XX, p. 251 ; Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 737 ; Staub, *Kommentar*, p. 380.

(2) Goldschmidt, *Lucca-Pistoja-Actien-Streit*, p. 15 ; Cosack, *Lehrbuch*, p. 347 ; Goldschmidt, *System des Handelsrechts*, p. 203 ; Wertheim, *Het-Emissie-Syndicaat*, p. 28.

par telle doctrine qui, se dégageant d'une façon trop nette des principes généraux du droit, pour tenir largement compte du rôle particulier des personnes qui mettent en circulation les valeurs au titre connu du public de semi-mandataires et invoquant un accord très probable de volontés, ne parlerait que de dol et de faute lourde. En tout cas, une telle responsabilité de nature contractuelle ne pouvait être encourue que vis-à-vis des acheteurs de titres et non de tous les détenteurs successifs.

C'est là, d'ailleurs, un terrain où ne nous entraînent ni la jurisprudence allemande, ni les circonstances de la vie pratique.

Nous avons vu que la publication d'un prospectus était nécessaire pour l'admission d'une valeur au marché et à la cote ; nous devons revenir ici sur l'indication donnée tout à l'heure : la partie la plus importante en était signée par les fondateurs de la société, par le ministre des finances de l'Etat emprunteur ; un appendice très bref, seul signé par la maison d'émission, contenait la promesse de livrer à telles conditions des titres répondant à telles désignations. La responsabilité des maisons d'émission était, alors nulle ou presque nulle ; celles-ci n'étaient tenues à garantie que dans les limites de leurs dires et promesses : livrer des titres répondant à telles désignations. Avaient-elles employé des manœuvres frauduleuses, publié des renseignements qu'elles savaient inexacts ? Il pouvait s'agir de la réparation du préjudice causé (1) ; mais la preuve était, en fait, si difficile à produire que dans la réalité aucune responsabilité n'était encourue de ce chef. La responsabilité incombait donc presque complètement aux signataires du prospectus, personnes souvent inconnues et peu solvables.

La novelle de 1884 aux sociétés par actions, dont nous connaissons déjà l'esprit, contient une disposition relative à la responsabilité civile des maisons d'émission :

(1) Sur ce dernier point, cf. Georg Cohn, *Endemann's Handbuch*, t. III, p. 872, et Cosack, *Lehrbuch*, p. 346.

Art. 213 b : « Celui qui, en vue de les mettre en circulation, annonce publiquement des actions avant l'inscription du contrat de société sur le registre du commerce ou dans les deux premières années à dater de cette inscription répond envers la société du dommage causé, solidairement avec les personnes indiquées dans l'article 213 a (fondateurs) : lorsque les déclarations relatives à la souscription et au versement du capital social ou aux stipulations prévues dans l'article 209 b ont été inexactes ou incomplètes, ou bien que la société a été dolosivement lésée au moyen d'apports ou de transmission de biens ; pourvu que l'on prouve qu'il a su que les indications étaient inexactes ou incomplètes, connu la lésion dolosive ou qu'il n'aurait pas dû ignorer ces faits en apportant les soins d'un homme d'affaire soigneux. »

Selon l'exposé des motifs, « dans la chaîne nécessaire des principes, un chaînon essentiel aurait manqué si les maisons d'émission avaient été libres de toute responsabilité pour la légalité de la fondation ; ce qui devait d'autant moins être qu'elles sont facilement en situation de faire des gains énormes avec les actions (1) ». Le député de Schelling résumait en ces termes, dans la séance du Reichstag du 24 mars 1884 (2), le principal motif de la nouvelle disposition : « Tous les actes qui sont nécessaires à la fondation d'une société par actions peuvent être faits sans difficultés par des hommes de paille, dont on ne pourra rien tirer les circonstances venues ; les vrais fondateurs resteront alors dans une sûre cachette. Mais lorsqu'il faudra amener les actions à la bourse et sur le marché, le renard devra sortir ; pour cette opération on ne peut pas se servir de personnes sans noms ou à renommée douteuse. Une maison considérable peut seule se charger utilement de ce patronage à la bourse et dans le public. En règle, ces maisons d'émission sont ou elles-mêmes fondatrices ou en relations étroites avec les fondateurs. C'est pour cela que l'on peut attendre d'elles, avec raison, un examen

(1) *Reichstags Aktenstücke von 1884*, n° 21, p. 125.

(2) Comptes-rendus sténographiés de la séance.

non pas seulement de la légalité de la fondation, mais, dans une certaine mesure, aussi de sa valeur, et on doit exiger d'elles cet examen, parce que c'est ici le seul point où on puisse poser des pierres d'assise ; si on ne le fait pas, on bâtit sur le sable tout le système des responsabilités. »

La disposition de l'article 213 *b* visait d'une façon toute spéciale l'acte d'émettre des actions de sociétés en fournissant au public des renseignements inexacts ou incomplets dans un but fallacieux (1). Son résultat le plus certain fut de tourner les banques vers l'émission d'emprunts et d'obligations.

Le législateur de 1884 a voulu compléter les nouvelles dispositions, relatives à la responsabilité des maisons d'émission, par une disposition pénale : « dans le trafic d'actions une offre de personne à personne est rare ; en règle, les fondateurs et les émetteurs s'adressent au public par l'intermédiaire d'offres générales » (2) ; l'article 249 du Code de commerce punissait de « la prison avec comme maximum un an et en même temps d'une amende pouvant atteindre dix mille marks quiconque dans des annonces publiques présente des faits inexacts ou dénature des faits exacts pour décider à prendre part à une entreprise par actions ».

Ce texte complète l'article 263 du Code pénal qui considère comme escroc quiconque présente des faits inexacts ou masque intentionnellement des faits exacts en vue d'induire quelqu'un en erreur : il n'exige point la preuve de l'intention d'induire en erreur une personne déterminée, preuve souvent difficile à produire ; mais il ne s'applique point dans les cas où l'on ne fait que taire la vérité (3).

(1) Staub, *Kommentar*, p. 373. Notons que la responsabilité n'était encourue qu'à l'égard de la société.

(2) *Motiv.*, p. 387.

(3) Cf. un excellent rapport de M. Hecht sur la responsabilité des maisons d'émission au point de vue pénal, réunis à d'autres sous le titre de *Varia* dont un petit livre que l'aimable auteur a bien voulu nous prêter.

VI

Les titres, fractionnements trop minimes, deviennent vite des *papiers de jeu* et attirent la petite épargne. Le législateur allemand de 1884 voulut mettre un terme à ce double danger en fixant à mille marks le montant minimum de toute action de société; les actions et les titres de rente étrangers durent une partie de leur succès à leur fractionnement en petites coupures; un abus certain apparut sous cette forme.

Le cours des valeurs, dont le montant total est peu élevé, est très facile à diriger: par une offre ou une demande à limites sans cesse plus élevées ou sans cesse moins élevées, on ménage aisément une hausse ou une baisse factice: de nombreux exemples nous prouvent que sur les marchés allemands les commissionnaires et les émetteurs ne se firent point faute d'employer de telles manœuvres.

Dès l'annonce de l'émission de valeurs importantes, la spéculation intervenait et un trafic avait lieu avant même la répartition des titres; le désir de tirer un gain d'actes aléatoires y trouva un débouché.

Les banquiers, qui virent souvent les valeurs, à peine émises, tomber dans le plus grand discrédit parce que des spéculateurs en avaient acheté au delà de leurs forces ou dans l'espérance de profiter de la première hausse qui suit généralement l'apparition des titres sur le marché, déclarèrent lors de la souscription des valeurs qu'on ne saurait revendre les titres avant une certaine époque: plusieurs maisons peu honnêtes profitèrent de la *liaison* de nombreux titres pour ne céder ceux dont elles restaient propriétaires qu'à des prix sans cesse plus élevés et tirèrent ainsi avantage d'une hausse tout à fait factice.

Dès qu'une émission d'une valeur déterminée avait eu lieu sur le marché, il ne s'agissait plus de publier un prospectus

et cependant un prospectus ne pouvait-il pas être encore nécessaire, parce que l'émission nouvelle ne se présentait point dans des circonstances identiques à celles dans lesquelles la première avait eu lieu ?

Voilà, indiqués sommairement, quelques points sur lesquels le législateur pouvait porter une attention spéciale, parce qu'il y avait là ou abus certains ou abus à prévenir.

CHAPITRE V

PROPOSITIONS DE RÉFORME ET DISPOSITIONS DE LA LOI ALLEMANDE DES BOURSES VISANT L'ÉMISSION DE VALEURS ET LEUR ADMISSION AU MARCHÉ OU A LA COTE.

- I. — L'Etat doit-il intervenir pour faire une sélection entre les valeurs ? un comité spécial ? — Principes posés par la commission d'enquête : liberté de l'émetteur ; frein aux manœuvres dolosives.
- II. — De la protection de la petite épargne trop souvent aventureuse. — Faut-il interdire à la presse l'appréciation des grandes entreprises financières ?
- III. — De la composition et du rôle des comités d'admission au *marché* et à la *cote*. — Les obligations foncières d'institutions sous la surveillance de l'Etat et la loi des bourses.
- IV. — Les valeurs étrangères. — La proposition du Comte de Kanitz qui voudrait soumettre leur admission au marché et à la cote à des conditions spéciales.
- V. — Le sort des valeurs qui ne sont pas admises au marché et à la cote.
- VI. — La responsabilité des maisons d'émission : limites proposées. — De la *méchanceté*.
- VII. — Moyen proposé et admis dans la loi pour arrêter la transformation d'entreprises privées en sociétés par actions. — Diverses propositions ou dispositions de lois cherchant à atteindre le jeu et l'agiotage en écartant du *marché* et de la *cote* certaines valeurs. — Les *Sperrklausel*. — L'obligation de publier un nouveau prospectus aux cas de conversion et de nouvelle émission. — Conclusion.

I

Quelles valeurs faut-il écarter du *marché* ? A quelles valeurs faut-il refuser cette sorte de crédit, cette publicité résultant de l'admission à la *cote* ?

Aux valeurs *mauvaises* ?

Mais qu'appellera-t-on valeurs *mauvaises* ?

Il n'y a pas de valeurs *mauvaises en soi*.

Les valeurs qui ne fournissent actuellement aucune rente ?

Les meilleures entreprises ont à leurs débuts leurs heures de crises ; elles les auront souvent au cours de leur existence.

Les valeurs d'entreprises qui ne sont pas susceptibles de fournir des rentes suffisantes, d'États qui sont peu *solvables* ? Question d'appréciation personnelle. « Le résultat réel est décisif et souvent déterminant pour l'appréciation » (d'une entreprise) (1). Les États qui ne remplissent pas leurs engagements sont souvent solvables, mais de mauvaise foi (2) : impossible de prévoir tous les événements futurs, les intentions secrètes.

Il n'y a, en réalité, que des titres émis au-dessus de leur valeur, que des titres dont le taux d'émission correspond au taux actuel de l'argent épargné sans tenir compte des risques d'insolvabilité ou d'insuccès ! Notion terriblement complexe.

L'homme est-il capable de faire lui-même une sélection entre les valeurs ? Ne nous perdons pas dans des développements, inutiles ici, sur la force et la faiblesse de l'individu, sur les devoirs de la société... Une réponse va s'imposer, parce que toute autre sera impossible.

Un tiers peut-il se charger d'apprécier, avec infaillibilité, l'opportunité de tel emprunt, la solvabilité de tel État, les chances de succès de telle entreprise... ? Non, tout critérium est, nous l'avons vu, introuvable : la résolution d'aussi graves problèmes nécessite une connaissance tellement parfaite des circonstances, qu'elle est absolument impossible à tout être humain. Quant à l'appréciation d'une correspondance étroite du taux actuel de l'argent épargné et des risques d'insolvabilité ou d'insuccès, elle serait, si elle était possible,

(1) Hecht, *Verhandlungen des XXII deutschen Juristentages*, t. I, p. 128.

(2) Baron, *Börsenenquete. Archiv.*, t. IX, p. 194 ; *Drucksachen des Reichstages 9 Legislatur-Periode*, IV^e session, no 246, p. 16.

insuffisante a elle seule pour assurer une protection effective des capitalistes : il faudrait aussi, pour que toute intervention fût fructueuse, que l'on désignât les personnes qui peuvent s'exposer à ces risques ; ce n'est là qu'un idéal, un idéal de pays de chimères. D'ailleurs si le tiers, qui est chargé de faire la sélection, n'est pas impeccable, il aura à supporter le poids de ses erreurs ? Il ne s'agira, admettons-le, que de responsabilité morale. Un tiers pourra-t-il, voudra-t-il supporter une telle responsabilité ? Non ; plus sa capacité sera grande, plus il sentira sa faiblesse et son impuissance.

Ce tiers pourrait-il être l'Etat ?

Pourquoi une loi de 1870 a-t-elle supprimé pour les sociétés par actions la nécessité d'une autorisation gouvernementale ? Parce que les particuliers voyaient dans celle-ci une sorte de recommandation et que l'Etat ne se croyait plus en mesure d'apprécier avec une connaissance suffisante toutes les délicates questions qui décident du sort d'une société. L'Etat ne serait-il pas forcé encore une fois de reconnaître son impuissance ?

D'ailleurs, si on avait écouté le gouvernement, l'Allemagne serait actuellement envahie par les valeurs de différents pays exotiques ; les agents diplomatiques ou consulaires qui pouvaient affirmer avec raison la fertilité d'un sol vierge, la richesse de mines... n'oubliaient dans leurs rapports qu'une chose malheureusement essentielle : cette quasi-impunité qui protège à forte distance tout administrateur infidèle et l'impunité presque absolue d'un Etat de mauvaise foi.

Le ministère allemand des affaires étrangères, après avoir accueilli officieusement deux emprunts mexicains, en refusa un troisième ; celui-ci émis en sous-main a réussi complètement ; le gouvernement a dû reconnaître son erreur.

Les maisons d'émission ne se verraient-elles pas protégées par cette acceptation gouvernementale, qui couvrirait, dans une très large mesure, leur responsabilité ?

Un comité composé de gens compétents ne pourrait-il pas se charger de ce rôle ? Une réponse négative s'imposait, basée sur des motifs très voisins de ceux que nous venons d'indiquer. On peut ajouter que les rares actes de sévérité du commissariat de la bourse en valeurs de Berlin ne furent pas tous fort heureux : plusieurs valeurs écartées, en réalité comme *peu solides*, ont dû être réhabilitées ; elles sont actuellement admises au *marché* et à la *cote*.

Le public doit donc faire lui-même une sélection entre les valeurs.

A l'émetteur de juger à son point de vue, quelles valeurs le public veut acheter actuellement ; gare à lui, s'il enfreint les lois plus ou moins générales qui lui imposent tel devoir ou telle obligation !

Le législateur devra assurer que toutes les dispositions nécessaires pour une exacte appréciation de la valeur des titres seront prises et que le poids des responsabilités encourues de ce chef retombera sur ses auteurs.

C'est bien ainsi que la commission d'enquête et la loi allemande ont en principe, compris leur rôle, mais, hélas ! non sans hésitations et contradictions. Tout le système des dispositions, présentées et votées, peut se résumer en l'obligation de publier un prospectus, avant et après l'admission des valeurs au marché, une déclaration de guerre à toute valeur qui ne serait pas admise et une responsabilité plus étroite des maisons d'émission (1).

II

Les économistes, désireux surtout de protéger la petite épargne et de garantir les *petites gens*, contre leur faiblesse et leur ignorance, parlent de *valeurs trop dangereuses*. Malheureusement, cette notion varie d'individu à individu depuis le fort capitaliste qui peut, sans ébranler le moins du monde

(1) Cohn, *Beiträge*, p. 62.

sa fortune, acheter de plus grosses rentes par de plus graves risques, jusqu'à l'ouvrier qui doit placer de la façon la plus solide le fruit de son pénible labeur. Que ce dernier ne « doive pas placer son capital liquide autre part qu'à la caisse d'épargne », qu'« il eût mieux valu pour lui qu'il n'y eût pas de valeurs de bourse » (1), c'est ce que nous croyons volontiers. Qu'on détourne surtout l'ouvrier de ces emprunts exotiques, de ces valeurs industrielles, dont la forte rente n'est généralement que l'expression de plus forts risques ! Personne ne peut parler ici d'une *appréciation personnelle*, de la confiance de tel mécanicien en la solvabilité de tel Etat de l'Amérique du Sud. Regrettons que les caisses d'épargne allemandes n'acceptent généralement que de petites sommes. Espérons qu'elles se chargeront toutes, comme quelques-unes déjà, de placer l'épargne populaire en fonds d'Etats de *tout repos*. Espérons également que la banque d'empire (Reichsbank) sera de plus en plus choisie comme mandataire par les *petites gens* (2).

Il ne s'agit pas ici de patronner l'*Etatisme*, mais de venir en aide à des individus peu capables en leur permettant de s'assurer de petites mais solides rentes. Nous n'avons point affaire à des gens, qui *veulent perdre leur argent*, selon l'expression amèrement spirituelle d'un politicien *libéral-individualiste* (Delbrück).

La presse peut être d'un puissant secours pour les capitalistes, qui veulent se former un jugement sur la valeur d'une entreprise, sur la solvabilité d'un Etat. Un des experts de la commission d'enquête proposait de défendre dans les journaux la critique de toutes les grandes entreprises financières (3) ; c'était, selon lui, le seul moyen de mettre un terme

(1) Cohn, *Beiträge zur Börsenreform*, p. 62.

(2) V. un article de M. L. Bamberger dans la *Nation* du 17 septembre 1892 : « les établissements publics, la banque d'empire peuvent ici prêter leur aide ». M. Cohn, *Beiträge*, p. 59, insiste longuement sur la protection de la petite épargne.

(3) Material, *Stenogr. Berichte*, p. 1854.

à cette exploitation scandaleuse qui commence dès la fondation de l'entreprise ou l'annonce d'un emprunt et aux offres, que la presse ne sait pas toujours refuser. Nul ne partagea cette idée. On insista sur le rôle de M. P. Leroy-Beaulieu, qui, dans son *Economiste Français*, méconseilla toujours aux rentiers de placer leurs capitaux dans l'entreprise de Panama.

La loi se contenta d'étendre le champ d'application de l'article 249 du code de commerce et de « punir d'emprisonnement et d'une amende ne dépassant pas 15.000 marks quiconque dans une intention frauduleuse donne sciemment de faux renseignements... soit dans des publications publiques (öffentliche Kundgebungen), pour provoquer ainsi la souscription, l'achat ou la vente de valeurs (art. 75, al. 3) ».

On y joignit une disposition destinée à faire cesser les chantages de toute la *Revolverpresse* et à mettre un terme aux « interventions que l'on faisait payer d'une façon qui dépassait très sensiblement les honoraires d'un écrivain » (1), art. 76 : « quiconque donne ou promet, ou se fait donner ou promettre des avantages pour des communications dans la presse, destinées à exercer une influence sur les cours de la bourse sera passible d'emprisonnement jusqu'à un an et en même temps d'une amende qui pourra s'élever jusqu'à 5,000 marks, si ces avantages sont en disproportion manifeste avec le service rendu.

Les mêmes peines frapperont celui qui se fait donner ou promettre des avantages pour la suppression de communications du même genre.

La tentative est punissable ; s'il y a des circonstances atténuantes, la peine pourra être limitée à l'amende. »

Cet article qui trouve son application d'une façon très notable au cas d'émission de valeurs est *une nouveauté sans précédent* dans la législation pénale de l'Empire allemand. La loi ne veut pas atteindre tous « *bons paiements*, mais les

(1) *Drucksachen des Reichstags*, n° 246, p. 53.

paiements de telle nature qu'on ne peut plus les appeler un équivalent, même très richement mesuré, d'un service mais comme une chose destinée à induire le public en erreur et à tromper sur la valeur réelle d'un titre ». Il est peu probable que cet article produise en réalité quelque effet ; les difficultés que l'on rencontrera pour prouver un tel état de chose rendront sans doute cette disposition illusoire (1).

III

Le public « ayant une certaine défiance des comités d'émission tels qu'ils sont composés actuellement » (2), la commission d'enquête proposa la création d'un comité, dans lequel seraient représentés, « à côté des intérêts des maisons d'émission, ceux de tout le monde et surtout du public, qui achète les valeurs ». « On attirerait, disait M. Cohn (3), les personnes qui ont sur la situation économique et les finances des Etats étrangers un jugement tout aussi bien ou mieux fondé que les hommes d'affaires ou les fonctionnaires. » Le projet de loi (art. 36), voulant préciser, parla d'une commission « dont le tiers au moins des membres serait choisi parmi les personnes qui ne participent point professionnellement à la négociation des titres en bourse ». La commission parlementaire ayant fait observer que tout le monde peut fréquenter les bourses hanséatiques et qu'en conséquence, la disposition était trop étroite (4), le Reichstag vota l'article 36 al. 1, tel qu'il se trouve actuellement dans la loi :

« L'admission de titres à la négociation en bourse sera prononcée pour chaque bourse par une commission (comité d'admission), dont la moitié des membres au moins devront

(1) Voir Fuld, *Die strafrechtlichen Bestimmungen des Börsengesetzes, Der Gerichtssaal*, t. LIV, p. 190.

(2) *Berichte und Beschlüsse*, p. 78.

(3) *Beiträge*, p. 62.

(4) *Drucksachen des Reichstags*, n° 246, p. 16.

être des personnes non inscrites sur le registre de la bourse à la section : valeurs » (art. 54).

Avant la loi, l'admission des valeurs au *marché* et à la *cote* était prononcée à Berlin par un comité composé de vingt-six membres dont sept ou huit seulement représentaient les intérêts immédiats des maisons d'émission (1), et dont les autres étaient directeurs de caisse d'épargne, de sociétés d'assurance, etc. ; à Francfort par la Chambre de Commerce dont 8 membres appartiennent à la banque, 8 à l'industrie, 8 au commerce des marchandises (2). L'article 36 ne contient donc pas une réforme à proprement parler.

D'ailleurs, comme toute personne qui fréquente la bourse même professionnellement n'a pas besoin de se faire inscrire sur le *registre de bourse*, si elle ne veut pas y opérer à *terme* ou si son honorabilité est assez grande pour que toute personne contracte avec elle une sorte d'obligation naturelle dépourvue d'action en justice (art. 66), il ne sera pas difficile de respecter le texte de la loi, en composant le comité d'émission de la même façon qu'autrefois. — C'est d'ailleurs ce qu'il est aisé de voir dans les nouveaux règlements de bourse, qui contiennent en vertu de l'article 36, § 4, phrase 2 « les règles relatives à la composition du comité d'admission et à l'admissibilité d'une réclamation contre ses décisions ».

A Berlin, « l'admission des valeurs au commerce en bourse est prononcée par une commission de 22 membres (Zlasungsstelle) dont onze membres au moins ne devront pas être inscrits sur le registre de bourse à la section : valeurs. Les anciens de la corporation des marchands, qui feront le règlement intérieur nommeront les membres de cette commission pour la durée de trois ans (3) ». A Francfort (4), on

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 77.

(2) *Gutachten der Handelskammer zu Frankfurt-am-Main betreffend die Beschlüsse des Börsen-Enquête-Kommission*, p. 8.

(3) *Börsenordnung für Berlin*, genehmigt den 23 Dez. 1896, § 22.

(4) *Börsenordnung für die Börse in Frankfurt-a. M.* vom 16 Dezember 1896, art. 17.

crée un comité spécial, nommé par la Chambre de Commerce, composé de six membres et trois suppléants dont trois membres et deux suppléants ne devront pas être inscrits sur le registre de bourse à la section : valeurs.

A Hambourg (1), décide de l'admission *au marché et à la cote* « la commission des experts de la bourse en valeurs », si, bien entendu, elle est composée dans les conditions de l'article 36, p. 1; sinon, la commission sera complétée du nombre de membres nécessaires pour que la proportion exigée par la loi soit respectée; ces derniers seront élus de la même façon que les membres de la commission des experts.

Notons simplement une disposition particulière écrite en l'article 36, § 2: « Sont exclus de la délibération et de la décision relatives à l'admission d'une valeur à la négociation en bourse les membres qui participent à l'introduction de cette valeur sur le marché; les règlements de bourse fixeront de quelles façons seront appelés les remplaçants des membres ainsi exclus ».

L'appel contre les décisions de ces comités, prévu implicitement dans l'article 36, § 4, est porté, selon les nouveaux règlements de bourse, à Berlin (2), devant les anciens de la corporation des marchands, à Francfort (3) et à Hambourg (4), devant la Chambre de Commerce.

Ces dispositions n'ont presque rien changé, soit à Francfort, soit à Berlin, à l'ancienne situation des choses: le meilleur contrôle nous semble devoir être exercé par les maisons rivales, qui, fort au courant de la question et de ses finesses, désireuses de mettre un frein à la concurrence, n'accepteront point des prospectus défectueux; on doit attendre le plus de résultats d'une organisation où chaque maison importante de la place a son représentant dans le comité d'émission; les personnes étrangères à la bourse

(1) *Hamburgische Börsenordnung* gültig vom 1 Januar 1897, art. 23 et 24.

(2) *Börsenordnung Berlin*, art. 23, al. 3.

(3) *Börsenordnung Frankfurt*, art. 19.

(4) *Hamburgische Börsenordnung*, art. 26.

semblent être, généralement, faute d'expérience, moins sévères que les banquiers eux-mêmes; peut-être celles-ci pourront-elles devenir un jour utiles, si toutefois l'on rencontre des industriels ou des économistes intelligents qui acceptent de se consacrer à une telle étude, ce qui sera pour le moins fort rare. A Hambourg, on a trouvé plus commode de nommer membres du comité d'admission de notables banquiers, qui n'ont point besoin de se faire inscrire au *registre de bourse* pour jouir d'un vrai crédit!

Bien des efforts pour des résultats nuls ou minimes.

Les décisions de la commission d'enquête précisaient les devoirs des comités d'admission (1): fidèles à leur principe de suivre une *voie moyenne*, elles confondaient appréciation de la valeur intrinsèque du titre et appréciation de l'exactitude des données du prospectus.

Le projet de loi supprimait ces dispositions: « En ce qui concerne les principes généraux, disait l'exposé des motifs, il faut insister sur ce point que le comité d'admission a comme seule mission d'apprécier l'exécution exacte des mesures prescrites pour l'admission » (2).

La commission parlementaire les faisait reparaitre: « il faut fixer, dans la loi même, les droits et les devoirs du comité d'admission, parce que le comité pourrait alors apercevoir d'une façon plus effective les intérêts du public » (3). Elles forment le paragraphe 3 de l'article 36 de la loi de bourse:

« Le comité d'admission a pour mission et pour devoir:

a) D'exiger la présentation des documents qui servent de base aux valeurs à émettre et d'examiner ces documents;

b) De faire en sorte que le public soit renseigné le mieux possible sur toutes les conditions de fait et de droit nécessaires à l'appréciation des titres à émettre et de ne point

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 9 et p. 80.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, n° 14, p. 44.

(3) *Drucksachen des Reichstages*, n° 426, p. 18.

autoriser l'émission en cas d'insuffisance des renseignements ;

c) De ne pas autoriser les émissions qui pourraient porter préjudice à des intérêts généraux considérables ou qui auraient pour but évident d'exploiter le public.

Le comité d'admission peut écarter une émission sans fournir les motifs de sa décision...

L'admission des emprunts de l'Empire et des Etats allemands ne peut être refusée .

La plus grande partie de ces dispositions sont obscures et ambiguës ; cherchons à les expliquer à l'aide des documents officiels ou semi-officiels.

« En général », disait la commission d'enquête, dans son exposé des motifs, « les devoirs matériels des comités d'émission ne doivent pas éprouver de changements vis-à-vis de l'état actuel des choses » (1). En nous plaçant à ce point de vue, nous dirons que le comité d'émission doit exiger la présentation des documents importants, en vertu de son rôle de « juge d'instruction, qui réunit avec soin tous les faits pour faciliter son jugement au vrai juge, qui prend les décisions, en ce cas, au public, qui tient justice tous les jours » (2) et que la disposition c) n'est que la transformation en devoir de ce que les anciens comités, *maîtres du marché et de la cote*, considéraient simplement comme un droit.

« Une émission, qui porte atteinte à l'intérêt général, » voilà qui est *peu clair*, disait M. Baron (3); voilà qui est *très vague*, disait M. R. Koch (4). M. Gamp (5) a voulu nous en fournir un exemple : On demande l'aide de capitaux allemands pour établir à l'étranger une fabrique, qui « menacerait sérieusement l'existence d'une branche de l'industrie nationale ».

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 20.

(2) *Material, Sitzungs-Protokoll*, p. 101.

(3) *Börsenenquete, Archiv.*, t. IX.

(4) Séance du Reichstag, 30 avril 1896.

(5) *Material, Sitzungs-Protokoll*, p. 77.

Il s'agirait, dans ce dernier cas, beaucoup plutôt d'*intérêts privés* que d'*intérêts généraux* et nous protesterions avec énergie si, en pareille circonstance, on faisait application de cette disposition de loi. « Mais, en ce qui concerne l'exploitation évidente, l'acceptation de cette notion est, à mon avis, disait M. Koch (1), inconciliable avec la théorie générale du prospectus. » « Je crains que le public ne dise : la commission a tout vu, nous pouvons acheter sans crainte. » La commission d'enquête et la loi ont admis la *théorie du prospectus*, sans écarter complètement la théorie opposée, malheureusement, peu conciliable avec elle !

Cet exposé de principes semble avoir raffermi la croyance (que le commissariat de la bourse de Berlin avait combattu sans relâche), que le comité d'admission apprécie la valeur intrinsèque du titre : c'est là un résultat qu'il aurait fallu éviter ; d'autant plus que le législateur n'a pas modifié ce qui existait déjà, en fait, sur les principaux marchés.

On comprendra aisément le but visé par l'article 37 :

« Lorsque le comité d'admission d'une bourse aura rejeté une demande d'admission de valeurs à la négociation en bourse, il communiquera le refus aux comités directeurs des autres bourses allemandes en valeurs.

On devra joindre à cette communication si le rejet a eu lieu à cause des circonstances locales ou pour d'autres motifs. Dans ce dernier cas, l'admission ne pourra être accordée par une autre bourse qu'avec le consentement de celle qui a refusé l'admission.

Celui qui demande l'admission d'une valeur doit déclarer si la demande d'admission a déjà été présentée à une autre bourse ou si elle l'est actuellement. Dans ce dernier cas, les valeurs ne pourront être admises par une bourse qu'avec le consentement des comités d'admission des autres bourses. »

Ces dispositions n'ont pas été sans gêner plusieurs fois les émetteurs et sans faire accorder la préférence aux grands

(1) Séance du Reichstag, 30 avril 1896.

marchés, surtout au marché de Berlin, alors qu'avant la loi l'émission aurait eu lieu sur des marchés locaux. Ont-elles empêché l'émission de valeurs rejetées sur un marché ? C'est ce que nous ne saurions affirmer.

La marche à suivre pour faire admettre une valeur au *marché* est indiquée en partie dans l'article 38 de la loi des bourses, en partie dans l'*avis* du conseil fédéral du 11 décembre 1896, rendu en vertu de l'article 42, al. 2 : « le conseil fédéral édictera, en outre, d'autres dispositions concernant les devoirs des comités d'admission et les conditions d'admission des valeurs (1). »

Art. 38 : « Quand la demande d'admission d'un titre sera faite, elle sera publiée par le comité d'admission avec l'indication de la maison d'émission, du montant et de la nature des titres à admettre.....

Sauf pour les emprunts de l'Empire et des Etats allemands, il sera publié, avant l'admission, un prospectus qui devra contenir les indications permettant d'apprécier la valeur des titres à admettre...

Le gouvernement local pourra dispenser de l'obligation du prospectus les emprunts complètement garantis par l'Empire ou par un Etat confédéré, ainsi que les emprunts communaux, les emprunts des institutions communales de crédit et des établissements de crédit hypothécaire placés sous le contrôle de l'Etat (2). »

Avis du Conseil fédéral, § 10 : « La publication a lieu aux frais du demandeur, dans le *Reichsanzeiger* et au moins dans deux autres journaux du pays (choisis par le comité). En outre la demande doit être affichée à la bourse. »

§ 11. — « Après que la publication a été faite, le comité ap-

(1) Art. 42, al. 3. « Ces dispositions ne portent pas atteinte au droit du gouvernement de chaque Etat d'édicter des mesures complémentaires qui devront être communiquées au chancelier de l'Empire. » Aucun gouvernement local n'a encore pris de telles mesures, sauf la ville libre de Brême (*Bestimmungen für die Bremer Fondsbörse vom Jahre 1897*, D).

(2) Nous allons revenir sur les obligations foncières.

précie de suite si le prospectus contient les dispositions prévues aux articles 5 à 7 (dispositions autrefois écrites dans les points de vue directeurs). Considère-t-il les données comme incomplètes ou peu claires, il invite le demandeur à les compléter ou à les rendre plus claires. Il fixe ensuite d'après les principes posés en l'article 36, § 3 a et b de la loi des bourses, quelles autres données doit fournir le prospectus ou doivent être présentées à un examen (comité) et envoie au demandeur un avis conforme. Le demandeur ne tient-il pas compte des avis, la proposition est repoussée, toutes réserves faites du droit de protester prévu dans le règlement de bourse. »

§ 12. — « Entre la publication de la demande par le journal paraissant dans l'endroit où est située la bourse et la décision d'admission, il doit y avoir un délai d'au moins trois jours. »

§ 13. — « Lorsque l'on décidera de l'admission, on devra apprécier les observations qui auront été présentées à la suite de la publication de la demande et tenir compte du point de vue indiqué dans l'article 36 § 3 c de la loi des bourses. Dans la décision prononçant l'admission, on fixera le jour à partir duquel l'introduction à la bourse pourra avoir lieu en tenant compte de la prescription de l'article 38, alinéa 1, § 2. La décision prononçant l'admission devra être affichée à la bourse durant trois jours. Les pièces présentées à l'appui de la demande seront à la disposition du public depuis le jour de la publication de la décision prononçant l'admission jusqu'à l'introduction à la bourse. »

§ 14. — « La publication du prospectus doit être faite par le demandeur dans les mêmes journaux (sauf le *Reichsanzeiger*) où la demande d'admission a été publiée. »

§ 15. — « Les valeurs admises ne doivent pas apparaître à la bourse avant le troisième jour de bourse après le jour de la décision prononçant l'admission et après le jour où le prospectus a été tout d'abord publié. »

Ces nouvelles mesures, qui, dans leur ensemble, paraissent assez heureuses puisqu'elles devraient assurer une plus

grande publicité, une large part aux appréciations et protestations des journaux ou des intéressés, ne marquent point un progrès sur l'état des choses tel qu'il était, soit à Berlin, soit à Francfort avant l'entrée en vigueur de la loi ; les frais sont devenus sensiblement plus élevés ; les garanties ont-elles augmenté dans de sensibles proportions ? La publicité, que l'on a voulu assurer complète dans deux organes importants de la presse, a eu pour conséquence de décider les émetteurs à ne publier que de très courts extraits du prospectus dans les journaux qui se trouvent couramment dans les mains du public ! Les journaux sur lesquels s'est porté le choix du comité d'admission se croyant un vrai monopole ont augmenté le prix de leur publicité ! Le délai, fixé entre la publication de la demande d'admission et la souscription, est toujours insuffisant pour laisser place à une vraie critique avant l'émission !

Il faut reconnaître avec M. Christians, que le législateur a plutôt empiré l'état antérieur des choses (1).

Art. 36, al. 4, § 3 : « Le comité d'admission a le droit d'exclure de la négociation en Bourse les titres qui y ont été admis. » Il arrive parfois que le capital originaire d'une entreprise se soit réduit au point de ne plus offrir *un matériel suffisant* ou que le trafic devienne peu régulier, et que l'on puisse craindre, en conséquence, des accaparements ou bien des hausses ou des baisses subites ; le comité pourra alors prononcer l'exclusion du marché et la radiation de la cote. Mais il devra agir avec la plus extrême prudence pour ne pas porter une atteinte inutile à la situation des détenteurs des titres. Ce sera là, sans doute, le cas le plus fréquent d'exclusion et de radiation ; mais ce n'est certes pas le seul que prévoit la loi dans sa disposition très générale.

Depuis l'entrée en vigueur de la loi, le gouvernement faisant application de l'article 38 a dispensé quelques institutions de crédit foncier, qui se trouvent sous son contrôle, de

(1) *Der deutsche Oekonomist*, 16 octobre 1897.

publier un prospectus d'émission, avant d'obtenir l'admission au marché et à la cote ; les comités directeurs des bourses et la presse n'ont cessé de protester : c'est avec raison, nous semble-t-il, que l'on n'a point écouté les plaintes intéressées des banquiers qui auraient à émettre les titres, des journaux qui toucheraient des droits d'insertion.

IV

Avant et durant la dernière crise économique, les valeurs *exotiques* avaient pris une importance considérable sur le marché allemand : l'épargne augmentait sans cesse et cherchait un débouché que lui fournissaient insuffisamment les emprunts et les entreprises nationales. La *banqueroute* plus ou moins frauduleuse de plusieurs Etats fit grand scandale vers 1889-1891 et occasionna des pertes considérables sur le marché allemand (1).

« Comme l'introduction de mauvaises valeurs étrangères est un danger plus ou moins grand pour le bien-être national » (2), la commission d'enquête crut devoir porter sur celles-ci une attention toute spéciale.

Les valeurs étrangères (3) sont absolument nécessaires dans un pays où les relations internationales sont aussi fréquentes que dans l'Allemagne contemporaine ; elles évitent des déplacements d'espèces, qui peuvent avoir pour conséquence une crise monétaire ; elles rendent plus aisés les règlements de place à place. « Je crois que nous aurions été en Europe, durant ces dernières années, dans une situation très pénible, si nous avions dû n'envoyer en Amérique que de l'argent et de l'or pour tous les grains que nous en avons reçus, s'il ne s'était trouvé en Europe une grande quantité de

(1) *Drucksachen des Reichstages*, 9 Legislatur-Periode, IV^e session, p. 37.

(2) *Beschlüsse und Berichte*, p. 74.

(3) L'article un peu vieilli est d'un *Manchesterthum* accentué : Ueber auswärtige Anleihen d'Otto Michælis, *Vierteljahrsschrift für Volkswirtschaft und Kulturgeschichte*, V Jahrg., tome I, p. 101.

valeurs américaines qui aient pu servir à couvrir en grande partie ces besoins (1) ».

Les valeurs étrangères peuvent devenir d'une extrême utilité en des circonstances exceptionnelles : aux heures de crises économiques.... « Lors de la déclaration de la guerre franco-allemande, le marché allemand était assez riche en valeurs américaines.. et ce ne fut pas un fait sans importance, car, aux heures les plus terribles, lorsqu'il était difficile, par suite des circonstances, d'émettre des valeurs nationales même excellentes,.. on a pu vendre à l'étranger, à tous moments, des valeurs américaines en grande quantité : les Américains qui n'étaient pas atteints par les événements européens, étaient en situation d'acheter les titres à des cours assez élevés (2). »

D'autre part, les placements inopinés à l'étranger ne sont point sans dangers : « tout crédit, accordé à un Etat étranger, a un effet nuisible sur notre exportation et augmente notre importation. Le paiement des intérêts, que doivent les Etats débiteurs, a lieu en marchandises, qui font concurrence à nos produits » (3). Si l'Etat ou l'entreprise étrangère devient insolvable, l'épargne sortira du pays sans que, le plus souvent, aucuns nationaux n'en aient profité,.. sauf, bien entendu, les émetteurs.

N'insistons point sur les pertes éprouvées par l'*Allemagne* sur les valeurs étrangères, car il est bien certain, somme toute, que si « on faisait le bilan des gains et des pertes de l'épargne nationale, celui-ci pencherait nettement du côté favorable (4) ».

Comme les rentiers de tous pays sont peu au courant de l'industrie et du commerce des contrées voisines et, à plus forte raison, lointaines, fallait-il établir un système spécial de protection lorsqu'il s'agissait de valeurs étrangères ?

(1) Material, *Stenographische Berichte*, p. 305.

(2) Material, *Stenographische Berichte*, p. 306.

(3) *Eod. loc.*, p. 1020.

(4) R. Koch, Séance du Reichstag du 30 avril 1896.

Durant les années qui avaient précédé la réunion de la commission d'enquête, les maisons allemandes d'émissions avaient pris l'habitude de s'adresser officieusement au ministère des affaires étrangères, qui donnait une sorte d'avis ; cet avis était suivi ; l'émission de valeurs, que le gouvernement conseillait d'écarter, n'avait point lieu ou avait lieu sur le *marché libre* ou en *boutiques de changeurs*.

Une telle intervention gouvernementale était-elle suffisante ? On répondit que toute autre était impossible : les chances d'erreur seraient beaucoup plus grandes que lorsqu'il s'agissait de valeurs nationales ; d'ailleurs, comme le disait M. Louis Bamberger, en reprenant l'argumentation de Bluntschli : « quand un gouvernement met en branche sa diplomatie, il doit être décidé au cas où on ne reconnaîtrait pas son droit à mobiliser son armée. De là la question de savoir s'il est de l'intérêt et de l'honneur d'un pays que, pour les prétentions privées de ses nationaux, il puisse être amené à déclarer la guerre à un gouvernement étranger (1). »

Le comte de Kanitz-Podangen proposa devant la commission d'enquête, la commission parlementaire et le Reichstag, la création d'un comité supérieur et spécial pour l'admission des valeurs étrangères au marché et à la cote (2). Il insistait dans son exposé de motifs sur la tendance qu'aurait tout émetteur à s'adresser aux comités les moins sévères : la faiblesse d'un seul comité aurait les conséquences les plus déplorables ; cette centralisation permettrait de se procurer aisément tous les documents nécessaires à la vérifica-

(1) *Nation*, 17 septembre 1892.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, 9 *Legislatur-Periode*, IV^e session, n^o 297 rectifié : « Un comité principal d'émission devra prendre une décision sur l'admission de valeurs étrangères à la négociation de bourse : celui-ci a son siège à Berlin et se compose de 20 membres que le conseil fédéral nommera pour 5 ans. Une réélection est possible. Le choix de la moitié des membres a lieu sur la présentation des organes du commerce. Le conseil fédéral fixe le nombre de ceux qui devront être présentés par chaque organe commercial. L'autre moitié est choisie en tenant compte des professions. »

tion des données du prospectus (1). Il voulait également rendre un service aux maisons d'émission, « qui éviteraient ainsi une perte de temps et d'inutiles efforts » (2).

Les maisons d'émission remercièrent peu chaleureusement le comte de Kanitz de ses aimables intentions ; la proposition fut toujours repoussée, malgré l'acharnement de son auteur ; on voulait éviter toutes difficultés dans les relations entre Etats et, tout autant, une plus grande concentration de l'émission des valeurs étrangères sur le marché de Berlin (3).

La commission d'enquête rejeta une disposition, semblable à celle que l'on rencontre sur les places anglaises, qui avait pour but d'écarter du marché les emprunts des Etats qui n'auraient point rempli tous leurs engagements vis-à-vis des rentiers allemands ; elle dit expressément que, dans ce cas spécial, un texte de loi trouverait généralement son application (4) ; elle se contenta d'attirer l'attention du Conseil fédéral sur certains abus qui s'étaient présentés lors de l'émission de valeurs étrangères (5).

V

Quelle allait être la situation des valeurs qui ne seraient pas admises au *marché* et à la *cote* ?

(1) Material, *Protokoll*, p. 26 ; *Drucksachen des Reichstages*, 9 *Legislatur-Periode*, IV^e session, n^o 246, p. 17.

(2) Séance du Reichstag du 30 avril 1896.

(3) Séance du Reichstag, 30 avril 1896.

(4) *Berichte und Beschlüsse*, p. 81.

(5) *Eod. loc.*, p. 83. — V. *Bekanntmachung betr. die Zulassung von Werthpapieren zum Börsenhandel vom 11 Dezember 1896*, § 6, A. — L'art. 39, al. 2 de la loi des Bourses contient une disposition qu'il suffit de citer : « l'admission d'actions ou d'obligations non garanties de Sociétés industrielles étrangères est assujettie à la condition que les émettants s'obligent à publier annuellement pendant cinq ans, dans un ou plusieurs journaux allemands désignés par le comité d'admission, le bilan et le compte des profits et pertes, dès qu'ils seront établis. »

Un *expert* pour montrer les dangers de toute sévérité excessive dans l'admission des valeurs, avait dit devant la commission d'enquête : « un commerce sans fixation officielle des cours est la chose la plus dangereuse, la plus déplorable et la plus désastreuse qu'il soit possible de trouver » (1). Un autre avait, dans le même but, insisté sur le même point : « Si on est trop sévère pour l'admission des valeurs au marché et à la cote, les affaires passeront aux courtiers libres, les valeurs auront un cours dans les cotes non officielles et le comité de la bourse n'aura plus la moindre influence » (2).

Il parut nécessaire à la commission d'enquête, pour que toute sévérité produise son effet, de prendre des mesures de rigueur contre les valeurs qui ne seraient pas admises au marché : « Un succès ne peut être attendu de telles dispositions... que si les valeurs non admises sont exclues des avantages de la bourse et de ses institutions (tribunaux arbitraux, commissions des experts, bureaux de liquidation) (3). » L'exposé de motifs disait en substance : les valeurs qui ne sont pas admises sont ou bien celles dont on n'a point demandé l'admission : si on veut les faire profiter des avantages de la bourse et de ses institutions, on n'a qu'à la demander ; ou bien celles que le comité a repoussées : et alors une telle sévérité n'a rien d'excessif ; ou bien encore celles dont le nombre sur le marché n'est point suffisant pour que l'on puisse en autoriser l'admission (4) : la nouvelle disposition n'est regrettable que dans ce dernier cas.

Les protestations parvinrent de toutes parts. Les anciens de la corporation des marchands de Berlin déclarèrent que « le marché en une valeur non admise est issu presque toujours des nécessités du commerce même, lorsque celles-ci sont si sensibles que les transactions passent sur l'absence d'un prospectus », et en demandèrent la suppression en

(1) Material, *Stenographische Berichte*, p. 1170.

(2) *Eod. loc.*, p. 178.

(3) *Berichte und Beschlüsse*, p. 73.

(4) V. plus loin.

montrant leur inutilité ! Par *institutions de la bourse*, on ne peut entendre, disaient-ils, que notre *commission arbitrale* et notre *députation de la commission des experts*, connue sous le nom de *députation des trois hommes* ; l'association pour la liquidation des marchés à terme, ne s'occupe, en fait, que des valeurs admises *au marché*. Or la *commission arbitrale* sera aisément remplacée par des particuliers faisant fonction d'arbitre ; reste la *députation des trois hommes*, dont les décisions relatives aux usances ont le même intérêt et la même portée, qu'il s'agisse de valeurs admises ou non admises (1).

Dans la crainte « que, malgré la non-admission d'une valeur, un commerce professionnel ne s'établisse en dehors de la bourse » (2), la commission crut devoir aggraver les dispositions de la commission d'enquête et du projet de loi. Ainsi fut voté l'article 44 :

« Il ne peut y avoir de cours officiels pour les valeurs dont l'admission à la cote de la bourse a été refusée ou n'a pas été demandée. Les affaires sur ces valeurs sont exclues du bénéfice des institutions de la bourse et ne peuvent être négociées par l'intermédiaire des courtiers de cours (*Kursmakler*). Il est également interdit de publier les listes de prix (cotes) pour les affaires de ce genre qui seront conclues à la bourse, ainsi que de répandre ces cotes dans le public au moyen de reproductions par un procédé mécanique quelconque, à moins que le règlement de la bourse n'accorde des exceptions pour des cas particuliers ».

Sa sanction est contenue dans l'article 77 :

« Est passible d'une amende qui pourra s'élever jusqu'à 1,000 marks ou d'emprisonnement jusqu'à concurrence de six mois, quiconque publie sciemment contrairement aux dispositions des articles 40, 41, 51 et 52, des listes de prix

(1) *Gutachten der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin zu den Beschlüssen der Börsen-Enquête-Kommission.*

(2) *Drucksachen des Reichstages*, n° 246, p. 24.

(cotes), ou les répand dans le public par un procédé de reproduction mécanique quelconque ».

Défendre de publier dans des cotes privées le cours des valeurs qui ne sont point admises au marché et à la cote et poursuivre sévèrement tout contrevenant : n'est-ce pas aggraver singulièrement les dispositions du projet de loi ?

L'article 41 déclare que cette défense vise uniquement « les affaires de ce genre qui sont conclues à la bourse » : il est donc permis de publier les cours des valeurs trafiquées en des assemblées privées, non qualifiées *bourses*, ou dans le trafic de bureau à bureau. De même la loi vise les cotes, les « listes de prix », et non la publication d'un ou de deux cours. Les banquiers, isolés ou associés, auraient pu développer l'habitude, commune dans le commerce des marchandises, de publier des *propositions* (Anstellungen), le prix auquel ils achèteraient ou ils vendraient, sans même prendre la précaution de les faire recopier par des scribes. La chose aurait été, il est vrai, beaucoup plus difficile que pour les *marchandises de bourse* dont le nombre est sensiblement moins élevé : un mouvement en ce sens n'est point encore dessiné.

La disposition finale de l'article 41 : « à moins que le règlement de bourse n'accorde des exceptions pour des cas particuliers », a été motivée en ces termes par la commission d'enquête : « dans beaucoup de bourses a lieu un trafic non officiel sur les obligations communales, sur les obligations de petites lignes, qui serait rendu impossible s'il était défendu de publier des cours pour les opérations contractées à la bourse sur ces valeurs (1) ».

Les nouveaux règlements de bourse ont fait usage de cette faculté (2).

(1) *Drucksachen des Reichstages*, n° 246, p. 24.

(2) A Francfort (art. 10, al. 4) « les opérations faites à la bourse sur des valeurs, qui ne sont pas admises au marché, ne doivent pas être notées officiellement. — La publication de cotes privées pour de telles opérations ne peut avoir lieu qu'avec une autorisation spéciale à obte-

On peut se demander si la distinction faite entre les valeurs admises au marché et celles qui n'y sont point admises est fort heureuse : la faculté pour une valeur de faire d'abord son apparition sur le marché libre pour gagner ensuite le marché officiel aurait dû être respectée ; alors surtout que l'on se persuaderait bien de l'inutilité de telles défenses. Ces dispositions ne semblent pas avoir produit le moindre effet.

VI

Fallait-il donner à la disposition du Code de commerce, sur la responsabilité civile des émetteurs d'actions, une portée très générale ? pour le moins, poser des règles plus strictes sur la responsabilité des maisons d'émission ?

Les banquiers, exposés à de très faibles risques n'étaient retenus que par le désir de conserver à leur maison un bon renom, lequel assurait le placement aisé de toutes nouvelles valeurs et était aux yeux du public une solide recommandation. N'était-ce point là un frein des plus fragiles ?

Mais, d'autre part, « des dispositions rigoureuses sur la responsabilité ne sont-elles pas de nature ou bien à atteindre sérieusement les opérations d'émission et à assurer ainsi un

nir en chaque cas particulier ».

A Hambourg (art. 27, al. 2) « la défense de publier et de répandre des listes de prix ne trouve point d'application :

1^o Aux opérations sur valeurs qui ne peuvent pas être admises au marché parce que le montant minimum du capital nécessaire n'est pas atteint ;

2^o Aux opérations sur valeurs pour lesquelles une fixation officielle des cours a lieu dans une autre bourse allemande ;

3^o Aux ventes aux enchères publiques ayant lieu de temps en temps, selon les usages, de parts de sociétés d'intérêt général, actions de sociétés d'assurances et autres valeurs ;

4^o Aux ventes de valeurs qui auront pour but le règlement d'un héritage, de liquidation, d'une suspension de paiements, de faillites, ou l'exercice d'un droit de gage.

Au cas du numéro 1^o la disposition exceptionnelle est mise en vigueur en vertu d'une décision prise par le comité d'admission pour chaque valeur séparément. »

succès, qui certes doit être désiré par certaines classes de la population, *les petites gens*, mais évité par d'autres classes et par l'économie sociale, ou bien à atteindre les affaires des maisons excellentes et à les amener à des maisons moins respectables (1) ».

On va dire : de telles conséquences s'imposeront si on établit des règles trop sévères ; elles ne s'imposeront pas si on reste dans de justes limites.

Nous répondrons de suite en esquisant un dilemme qui doit, selon nous, dominer toute cette question : ou l'émetteur ne garantit que l'existence réelle du titre, n'apparaît nullement dans la partie importante du prospectus, n'est responsable que de son dol et de sa faute lourde, et il n'est point soumis à une responsabilité qui puisse servir de frein à une activité presque frauduleuse, tout au moins socialement dangereuse ; ou l'émetteur garantit la valeur du titre, a dû vérifier les données du prospectus et sa responsabilité apparaît lourde, non pas aux yeux du juriste, qui ne songe qu'aux principes généraux du droit, mais aux yeux de tout praticien, qui percevra de suite les conséquences d'une *faute* assez minime : étant donnée l'importance des intérêts en jeu, il ne s'agira ni plus ni moins que de la ruine de maisons parfois, disons même généralement, très honorables.

Résumons les longs débats, qui se sont élevés sur cette importante question.

M. de Mendelssohn-Bartholdy (2) protesta contre toute aggravation sensible de la responsabilité des maisons d'émission. Il craignait que les grandes banques dont l'honorabilité est bien connue, dont l'intérêt est le plus sûr garant, ne se vissent débordées par les petites, qui, en se servant d'hommes de paille, arriveraient sans peine à tourner les dispositions de la loi. Le prospectus n'est qu'une offre de vente ; il

(1) Cohn, *Beiträge*, p. 63.

(2) Material, *Die Börsen-Enquete-Kommission : Referat über die Frage der Haftung der Emissionshäuser* (non signé).

ne contient aucune recommandation (1). Quant à forcer les maisons d'émission à signer les prospectus, comment y songer ? Plusieurs banques l'ont fait dans les premières années qui ont suivi l'introduction des nouvelles mesures et ont dû y renoncer, autant pour ne point affirmer la réalité de données qu'ils savaient incontrôlables, que pour éviter toute responsabilité.

À l'extrême opposé, le professeur Baron a proposé d'exiger une « annonce de la maison d'émission au comité de bourse auquel seraient communiqués, sous la forme authentique, les points particuliers de l'émission (débiteurs, somme, fractionnement du capital....) et dont on donnerait quittance » (2). La conséquence de ces formalités est aisée à saisir.

Notons en passant deux propositions, indiquant des esprits fort différents ; celle de ne plus admettre au marché les valeurs, dont le prospectus serait signé par une maison, qui n'aurait pas pris des informations sur la nouvelle valeur (3) ; celle de poursuivre devant le tribunal d'honneur les émetteurs dont les valeurs auraient baissé dans les trois ans du quart de leur prix d'émission (4).

On proposa, devant la commission, les limites de responsabilité les plus diverses : *soins d'un bon commerçant ; diligentia quam in suis ; négligence ; négligence grossière ; la méchanceté (Boeslichkeit).....*

Le président Wiener fit observer qu'il serait difficile, souvent dangereux de fixer la limite de la responsabilité des maisons d'émission d'une façon aussi générale qu'avec les notions de « soins d'un commerçant ordinaire » (*diligentia*

(1) Plusieurs personnes ont prétendu devant la commission d'enquête que le prospectus contient une « sorte de recommandation ». Répondons avec un des experts : on dit telle maison fournit de bonnes valeurs, comme on dit telle maison fournit de bons cigares ; « qui songera à voir dans cette dernière réputation un engagement » à fournir des cigares de première qualité !

(2) Baron, *Archiv*, t. IX, p. 215.

(3) Material, *Stenographische Berichte*, p. 1871.

(4) Material, *Uebersicht der abgelehnten*, p. 9.

quam in suis); qu'il ne pouvait s'agir que de *méchanceté* ou de *négligence grossière*. Par la première de ces expressions, il entendait, comme le Code de commerce, « un acte si grossier de négligence qu'un œil myope y reconnaît avec pleine certitude une grossière absence de tout soin » (1), ce que M.Cohn appelle d'une façon plus simple, mais aussi singulièrement plus vague « un intermédiaire entre l'astuce et la négligence » (2).

La commission d'enquête se rattacha à l'avis du président Wiener et voici en quelques mots les principes qu'elle soutint dans ses décisions. La publication d'un prospectus est la base de tout le système de la responsabilité des maisons d'émission. Nulle différence entre bureaux de souscription et maisons d'émission; la banque qui émet est tenue de tout dol et de ses fautes lourdes, de sa méchanceté telle que nous l'avons définie, même lorsque la partie importante du prospectus est signée par des tiers. La responsabilité qui existe vis-à-vis de tous les porteurs successifs, durera trois ans; toutes ces dispositions n'excluent nullement une responsabilité plus étendue, basée sur les principes généraux du droit civil (3).

Ces principes ont été acceptés par la loi.

Art. 43. — « Si un prospectus, sur la base duquel des valeurs ont été admises à la négociation en bourse, contient des inexactitudes dans les indications ayant une importance capitale pour l'appréciation de la valeur de ces titres, les personnes qui ont publié ce prospectus, ainsi que celles qui l'ont fait publier, si elles en ont connu les inexactitudes ou si elles devaient les connaître à moins de commettre une faute lourde, seront solidairement responsables, envers tout détenteur, de tels titres, du dommage qui lui aurait été causé par suite des inexactitudes des données fournies. Il en est de même si le prospectus est incomplet par suite de

(1) *Sitzungsprotokoll*, p. 87.

(2) *Beiträge*, p. 64.

(3) *Berichte und Beschlüsse*, p. 42 et 100.

l'omission de circonstances essentielles et que ces omissions sont préméditées ou proviennent d'un silence méchant (*böselich*) ou de l'omission méchante d'un examen suffisant de la part des personnes qui ont publié le prospectus ou de la part de celles qui l'ont fait publier.

Pareille responsabilité n'est pas moins encourue alors même qu'il serait déclaré dans le prospectus que les indications qu'il contient émanent d'un tiers (1). »

Art. 44. — « Le devoir d'indemniser s'applique seulement aux titres qui n'ont été admis à la bourse que grâce au prospectus et qui ont été acquis par leur détenteur en vertu d'une transaction conclue à l'intérieur du pays.

Les personnes qui ont encouru cette responsabilité pourront se libérer en reprenant aux détenteurs les titres au prix d'achat ou au taux d'émission.

Il n'y a pas lieu à indemnité lorsque l'acquéreur du titre connaissait les inexactitudes ou les omissions du prospectus au moment où il a réalisé son achat. Il en est de même si l'acquéreur aurait pu connaître ces inexactitudes en agissant avec la même prudence que dans ses propres affaires, à moins que le devoir d'indemniser ne provienne d'une conduite méchante.

Art. 45. — « Le droit à l'indemnité se prescrit par cinq ans à partir de l'admission des titres à la bourse. La prescription court aussi contre les mineurs et contre les personnes en tutelle, ainsi que contre les personnes morales assimilées juridiquement aux mineurs, sous réserve toutefois des droits de recours contre les tuteurs ou administrateurs. »

Art. 46. — « Toute convention par laquelle on tendrait à restreindre ou à supprimer la responsabilité prévue par les articles 43 à 45 est nulle de plein droit.

(1) On comprendra que nous ne pouvons résoudre ici la question délicate posée en ces termes par un collaborateur du *Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen* (10 avril 1897) : *Ueber das Verhältniss des Art. 243 b des Handelsgesetzbuches und des Artikels 43 des Börsengesetzes.*

Ces dispositions ne portent d'ailleurs aucune atteinte à des réclamations plus étendues qui, par suite de conventions, peuvent être basées sur les dispositions du Code civil. »

Art. 47. — « Le tribunal de première instance (Landsgericht) du lieu où se trouve la bourse à laquelle l'émission des valeurs a eu lieu est exclusivement compétent pour décider des droits à une indemnité qui résulte des articles 43 à 46, quelle que soit la valeur de l'objet en litige. S'il existe au tribunal de première instance une chambre pour les affaires commerciales, le litige sera porté devant elle. La révision de la décision rendue par le tribunal suprême de chaque Etat et les protestations contre celles-ci seront portées devant le tribunal d'Empire (Reichsgericht) (1). »

La loi des bourses a cru devoir compléter ce système de responsabilité civile par une disposition pénale qui ne contient qu'une généralisation et une extension de l'article 245 d du Code de commerce ; c'est là l'article 75 p. 3 :

« La même peine (« prison et amende jusqu'à 15.000 marks » ; peine facultative de la perte des droits civils ; au cas de circonstances atténuantes une simple amende) atteindra tous ceux qui, dans une intention fallacieuse, donneront, en le sachant, dans des prospectus ou une annonce publique, des données inexactes destinées à décider à souscrire ou à vendre ou à acheter des valeurs. »

Cet article ne vise pas seulement toute invitation à souscrire des titres ; il est plus général ; il atteint tous acheteurs ou vendeurs, si, toutefois, les *faits* relatés dans un prospectus ou une annonce sont inexacts au su de celui qui les a publiés ou en a demandé la publication (1). Cette disposition doit être approuvée, si la preuve est encore ici difficile à faire ; les personnes, qui seront tentées de vendre les titres avant qu'il n'y ait eu émission, afin d'éviter les dispositions relatives à l'admission au marché, devront se tenir sur leurs gardes s'ils ne veulent s'exposer non seulement à une action

(1) Fuld, *Die strafrechtlichen Bestimmungen, der Gerichtssaal*, t. LIV, p. 189.

en réparation du préjudice causé, mais même à une peine infamante.

Tel est le système de responsabilités laborieusement construit par la loi des bourses. Il marque, sans doute, un certain progrès sur l'état antérieur des choses : la responsabilité des maisons allemandes d'émission avant le 1^{er} janvier 1897 était nulle ou presque nulle ; la porte était ouverte à tous les abus ; mais il marque ce progrès d'une façon médiocrement heureuse : toute sévérité dans ce domaine atteint plus les banques loyales que les banques véreuses.

Nous reconnaissons volontiers que la limite proposée par le législateur allemand est assez douce pour ne pas pouvoir être vraiment néfaste : elle n'a, d'ailleurs, semble-t-il, produit aucun effet, arrêté aucun émetteur, car elle est intervenue en un moment où le marché allemand était entraîné vers la hausse d'une façon presque irrésistible ; et les banquiers n'ont point voulu perdre une telle occasion d'émettre des valeurs avec profit. La diminution dans les émissions, que nous prouvent les statistiques publiées par la *Gazette de Francfort*, tient à de toutes autres causes. Les maisons très honorables n'en restent pas moins exposées à de terribles dangers.

Ces nouvelles mesures sont les conséquences naturelles de tout cet ensemble de mesures que les législateurs de tous les pays ont cru devoir poser en matière de sociétés par actions et en matières voisines et, comme elles, elles n'ont guère écarté que les gens honnêtes, tandis que les personnalités douteuses savent s'y accommoder tout en leur accordant un minime respect.

VII

Comment éviter les conversions d'entreprises particulières en sociétés par actions ?

Le conseiller Bæhr, partant de ce principe que « la majeure partie des fondations simultanées a pour but l'agio-

tage », avait proposé dès 1884 de n'admettre au marché et à la cote que les valeurs de sociétés, à fondations simultanées, fondées depuis deux ans ; « ce serait là un temps suffisant pour apprendre au public si l'entreprise était en réalité bonne et susceptible de fournir des rentes (1) ».

En 1892, Lévy reprenait cette proposition en fixant un délai plus court : 6 ou 9 mois. « Une fondation ayant pour but l'agiotage ne peut être avantageuse si les fondateurs doivent attendre patiemment pour vendre en bourse les actions un certain temps durant lequel les circonstances requises peuvent disparaître et faire place à une baisse (2). »

La commission d'enquête, dans le double but d'arrêter en quelque mesure ce courant malsain qui portait vers la transformation des entreprises privées en sociétés par actions et de permettre aux capitalistes l'appréciation de l'entreprise fonctionnant sous la forme de société, proposa de n'admettre au marché qu'un an après l'inscription au registre des sociétés les actions d'entreprises transformées (3). Deux arguments d'une vraie valeur ne l'avaient point arrêtée : que ferait-on d'une entreprise privée qui tomberait par héritage entre les mains de mineurs (4) ? Le bilan d'une seule année ne suffit pas pour permettre d'apprécier les chances de succès d'une entreprise ; n'est-il pas facile de passer un contrat voisin de celui-ci : « je t'achète tes immeubles très cher ; en échange, tu me procureras à un prix peu élevé les matières premières ou semi-manufacturées (5). »

Le projet de loi supprima cette disposition ; la commission parlementaire la rétablit, en insistant sur les abus qui s'étaient présentés et sur cette remarque que les résultats financiers obtenus lorsque l'entreprise était entre les mains de particuliers, ne permettent pas d'apprécier l'entreprise de-

(1) Otto Bøhr, *Zum neuen Aktiengesetz*, Jena, 1884, p. 18.

(2) M. Lévy, *Verhandlungen des XXII deutschen Juristentages*, t. I, p. 214.

(3) *Berichte und Beschlüsse*, p. 92.

(4) *Material, Stenographische Berichte*, p. 3608.

(5) *Material, eod. loc.*, p. 1894.

venue société par actions (1). Le président Koch eut beau montrer combien il était facile de fonder une société qui, au bout d'un mois d'existence, achetait une entreprise, sans qu'il fut possible d'appliquer les dispositions de la loi ; que « le public ne tirerait d'une telle prescription aucun avantage, mais peut-être un préjudice » parce que les maisons d'émission réclameraient de très forts agios.... » (2) : on vota l'article devenu l'article 39, alinéa 1 de la loi :

« L'admission à la négociation en bourse d'actions d'une entreprise transformée en société par actions ou en société en commandite par actions ne pourra pas être permise avant qu'une année ne se soit écoulée depuis l'inscription de la société sur le registre du commerce, ni avant la publication du premier bilan annuel et du compte des profits et pertes. Dans certains cas particuliers, le gouvernement local pourra diminuer ou supprimer ce délai. »

Cette disposition n'a pas généralement été tournée en profitant de la formule de son texte : cependant quelques personnes habiles ont su émettre des actions pour acheter dès le lendemain une entreprise privée ; une banque de la Prusse orientale a été ainsi transformée.

L'article 39 alinéa 1 a certainement produit quelques effets, de bons et de mauvais effets, surtout de mauvais. En atteignant toutes les émissions, elle a atteint celles des valeurs désastreuses en même temps que celles des valeurs excellentes ; elle a mis aussi un frein à l'émission de valeurs industrielles qui tendait en 1896 à devenir fébrile (3). Mais c'est là une disposition qui a pour conséquence la concentration des affaires entre les mains des grandes banques qui ont de forts capitaux et une importante clientèle ; les titres sont

(1) *Drucksachen des Reichstages*, n° 246, p. 24.

(2) Séance du Reichstag, 30 avril 1896.

(3) P. Model et E. Løb, *Die grossen Berliner Effektenbanken*, p. 162, sont persuadés que, sans cette mesure, l'émission de jeunes actions aurait joué un rôle très important dans la fin de 1896 et en 1897, par suite de la prospérité de l'industrie.

achetés plus cher ; et, surtout, le but principal que s'était proposé le législateur allemand, celui de fournir au public tous les renseignements nécessaires à une appréciation de la valeur exacte des titres, n'est point atteint : la vente de valeurs, qui ne sont pas encore émises, a augmenté d'une façon considérable ! Toute l'institution du prospectus, les responsabilités qu'y attache la loi, ne trouvent donc qu'une application sans cesse plus restreinte.

On avait appris, à maintes reprises et notamment lors du procès Polke, combien il était facile de diriger le cours d'actions de sociétés à capital minime (1) ; on sait aussi, en laissant de côté la possibilité d'un étranglement (Schwänze), qu'une simple offre ou une simple demande peut amener d'importantes fluctuations de cours, lorsque les actions peu nombreuses apparaissent fort rarement sur le marché. La commission d'enquête proposa d'imposer, comme mesure générale (2), un certain capital minimum aux entreprises ou Etats dont les titres seraient admis au marché et à la cote (3). Le conseil fédéral chargé de « fixer le minimum du capital de fondation à exiger pour l'admission d'actions aux différentes bourses » (art. 42, al. 1), l'a fixé à 1.000.000 de marks pour Berlin, Francfort et Hambourg, à 500.000 pour les autres marchés ; il prévoit l'admission exceptionnelle d'entreprises ou d'emprunts à capitaux encore plus minimes (4). Une telle disposition n'a pas toujours eu un excellent résultat sur les places où elle existait ; elle eut souvent pour conséquence la fondation de petites entreprises avec de grands capitaux, ce qui peut rendre mauvaise ou médiocre une entreprise qui, avec des capitaux moindres, aurait été excellente (5) ; on ne peut donc pas l'approuver sans réserves.

La novelle de 1884 sur les sociétés par actions avait fixé le

(1) Plack, *Prozess Polke* ; Material, *Sten. Ber.*, p. 61.

(2) Cette mesure existait sur plusieurs marchés.

(3) *Berichte und Beschlüsse*, p. 95.

(4) *Bekanntmachung vom 11 Dezember 1896*, § 1.

(5) Material, *Sten. Ber.*, p. 1047.

montant minimum de chaque fraction du capital à 1.000 marks, dans l'intention de rattacher plus intimement les actionnaires à la société, car plus les fractions sont minimes, plus elles passent aisément de mains en mains, plus elles deviennent vite des *papiers de jeu* (Spielpapiere). Fallait-il étendre cette disposition aux valeurs étrangères, et même pousser cette limite minima à 5000 marks pour écarter la petite épargne ? La commission d'enquête, après maintes hésitations, répondit d'une façon négative ; elle ne voulait point rendre plus difficile l'acquisition de valeurs étrangères ; les fractionnements de 500 francs sont trop répandus dans le commerce international (1). Le conseil fédéral chargé « de fixer le minimum de valeur nominale des coupures à admettre à la négociation en bourse » (art. 42, al. 1) reprend dans son nouveau règlement (art. 2), les dispositions existantes et y ajoute : « Actions et reçus intérimaires étrangers, qui ont un montant moindre (que 1,000 m.), ne doivent être admis qu'avec l'assentiment du gouvernement local. »

On avait parlé d'imposer aux maisons d'émission la publication du prix auquel elles avaient acheté les valeurs. La commission d'enquête n'insista pas longuement sur ce point. Nulle part dans le commerce on n'oblige à dire le prix d'achat des marchandises que l'on vend. Combien de raisonnements inexacts se baseraient sur une telle donnée (2) ?

Fallait-il interdire les opérations à *l'apparition des titres sur le marché* (Handel per Erscheinen) ? Avant même la répartition des titres, on avait coutume en Allemagne, comme d'ailleurs dans presque tous les pays, de se livrer à un certain trafic qui *préparait le marché, assurait à la valeur un bon accueil* (3). Les personnes qui voulaient avoir un certain nombre de titres, sans s'exposer par une demande décuplée et non réduite à de sérieux embarras, trouvaient dans une *opération à l'émission* le moyen de se procurer la quotité dé-

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 97.

(2) *Material, Sten. Ber.*, p. 32.

(3) *Eod. loc.*, p. 3516.

sirée en payant une sorte de prime, essentiellement variable (1). Mais les abus avaient été extrêmement nombreux (2). Le cours des *opérations à l'émission* était-il plus élevé que le prix de souscription ? La souscription n'avait lieu que pour la forme ; la maison d'émission profitait des engagements pour ne céder les titres qu'à des conditions léonines. Le cours à *l'émission* était-il moins élevé que le prix de souscription ? La maison d'émission avait à lutter contre les spéculateurs à la baisse qui s'acharnaient sur une valeur souvent sans motifs (3). La commission parlementaire fit reparaître presque textuellement une disposition qu'avait proposée la commission d'enquête et que l'on avait refusé d'introduire dans le projet de loi ; c'est l'article 40 de la loi des bourses :

« Les titres pour lesquels une souscription publique est ouverte ne pourront être cotés officiellement avant leur complète répartition (4). Avant cette époque, les opérations seront exclues du bénéfice des institutions de la bourse et ne pourront pas être cotées par les courtiers (Kursmakler). Il est également interdit de publier pour des affaires de cette sorte des listes de prix (cotes), ou d'en répandre dans le public par un procédé de reproduction mécanique quelconque. »

On repoussa devant la commission parlementaire la proposition suivante : « Lorsque l'on annonce publiquement la souscription de valeurs, on doit fixer dans les actes de publicité comment la répartition sera faite au cas où on sous-

(1) *Eod. loc.*, p. 795.

(2) Moins nombreux qu'en Angleterre cependant ; cf. Cohn, *Die auswärtigen Anleihen an der Londoner Börse*, *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, t. XXIII, p. 432. Struck, *Effektenbörse*, p. 72. Bulletin de statistique et de législation comparées, t. IV, p. 318. Le *dealing before allotment* (avant la répartition) y est toujours l'objet de violentes attaques. V. périodiquement quelques articles dans *The Economist*.

(3) *Drucksachen des Reichstags*, n° 246, p. 23.

(4) C'est par erreur que l'on a toujours appelé *opération à l'émission* ce qui était *opération avant la répartition* (before allotment).

crirait plus de titres qu'il n'y en a ; sinon, l'admission à la négociation en bourse sera refusée. » Si un grand nombre d'abus provient uniquement de répartitions presque dolosives, une telle mesure rendrait souvent toute souscription impossible (1). D'ailleurs, si les maisons d'émission se réservent la faculté de faire à leur guise la répartition, c'est généralement pour écarter les *souscripteurs de concert* (Konzertzeichner), qui s'empressent de jeter les titres sur le marché à un prix assez élevé, alors que la banque, n'ayant point émis toutes les valeurs, est forcée de soutenir les cours.

C'est aussi pour écarter les *souscripteurs de concert*, qu'une *Sperrklausel*, une clause selon laquelle le souscripteur s'engageait à ne pas revendre les titres dans un certain délai, était devenue d'usage courant. Mais cette clause avait donné lieu à de nombreux abus : les maisons d'émission profitaient de ce que seules elles avaient des titres disponibles entre leurs mains. Il arrivait fréquemment qu'une valeur émise à 150, avait comme premier cours en bourse 166, montait à 188 pour tomber de 21 0/0 dès que les titres n'étaient plus vinculés (2). La commission d'enquête déclara qu'elle ne proposait pour y remédier aucune disposition spéciale, que les tribunaux d'honneur sauraient bien intervenir (3). La commission parlementaire proposa une mesure en elle-même excellente, qui est devenue l'article 38, alinéa 2, § 2 : « Le prospectus devra faire ressortir la quantité de titres mis sur le marché ainsi que la quantité de ceux qui sont provisoirement exclus du marché et la durée de cette exclusion ». En fait, cette disposition n'a pas eu seulement des conséquences très heureuses : tout ce qui touche la réforme des bourses semble vicié par avance, alors même qu'il s'agit des mesures les plus légitimes.

Fallait-il exiger la publication d'un nouveau prospectus au cas de conversion ou d'augmentation de capital ? « Une con-

(1) *Drucksachen des Reichstages*, n° 246, p. 24.

(2) *Material, Stenographische*, p. 1815.

(3) *Berichte und Beschlüsse*, p. 97.

version, disait le professeur Lexis, est en fait une nouvelle émission ; on donne une nouvelle valeur qui prend la place d'une autre (1). » « Par l'émission de nouveaux titres, disait un autre expert, la situation de l'entreprise peut totalement changer (2). » De là la prescription de l'article 38, § 2.... « la même disposition (publication d'un prospectus) est applicable aux conversions et aux augmentations de capital ».

Toutes les dispositions de la loi des bourses, relatives aux émissions, ont été inutiles ou néfastes ; ce nouveau système n'est pas plus imparfait que le système antérieur ; il y a même sur plusieurs points de détail l'indication de réformes utiles ; les principes plus sévères, les restrictions apportées à la liberté d'émettre auraient pu porter une crainte salutaire et en quelque mesure enrayer de notables abus. Mais, ici encore, les commerçants contemplent comme à plaisir toutes les conséquences néfastes de cette législation à laquelle ils ont voué une haine mortelle ; à la suite de circonstances fortuites, un principe posé par la nouvelle loi devient-il néfaste ? Ils se complaisent à constater le mal, sans songer à agir !

Le législateur a voulu assurer au public tous les moyens nécessaires pour défendre ses intérêts en connaissance de la situation ; il n'a point atteint son but : les prospectus complets tombent plus rarement encore entre les mains de ceux qui les lisent ; les titres sont vendus plus fréquemment avant qu'une émission n'ait eu lieu, avant qu'un prospectus n'ait été publié ?

L'opposition des commerçants a rendu encore ici la réforme peu heureuse ou malheureuse : quelques sévérités inutiles, quelques défenses maladroitement empêché les esprits de distinguer le bien du mal. Une telle confusion est assez habile parce que seule elle peut pousser le législateur à abroger la loi des bourses en sa totalité.

(1) Material, *Stenographische Berichte*, p. 3515.

(2) *Eod. loc.*, p. 1143.

DEUXIÈME PARTIE

CHAPITRE PREMIER

EXPOSÉ TRÈS GÉNÉRAL SUR LA TECHNIQUE DES OPÉRATIONS DE BOURSE.

- I. — Les opérations de bourse ; l'ancienne distinction entre marchés au comptant et marchés à terme ; marchés effectifs et marchés à terme de bourse.
- II. — Les marchés à terme de bourse ; leur vraie nature économique : de la fongibilité des contrats, des personnes et des choses : conditions de fait essentielles pour qu'il puisse y avoir trafic à terme de bourse.
- III. — Les marchés fermes : les prolongations et les reports ; les marchés à primes.

I

D'une façon très large, on entend par *opérations de bourse* (1) un certain nombre d'actes juridiques (presque toujours des contrats de vente plus ou moins facilement reconnaissables) qui répondent aux besoins plus ou moins généraux du commerce de bourse et qui lui sont plus ou moins particuliers (2).

(1) Nous parlons ici des opérations de bourse sur valeurs et sur marchandises, parce que les *pures* opérations de bourse sur marchandises tendent de plus en plus à s'identifier avec les opérations de bourse sur valeurs.

(2) Une définition des opérations de bourse *stricto sensu*, des opéra-

Cette notion est actuellement, en fait, assez précise ; par-tout le même ferment : le besoin de contrats stéréotypés évitant d'inutiles pertes de temps, facilitant les relations d'affaires. L'influence commune, mais momentanée des usages de la bourse en valeurs d'Amsterdam, l'influence persistante et les exigences des rapports internationaux ont eu pour conséquence que les *pures opérations de bourse* se présentent partout sous des formes typiques, presque identiques, fort voisines tout au moins.

Si nous laissons de côté les *marchés effectifs en marchandises*, qui jouent encore un rôle important dans certaines bourses, mais qui sont plutôt des opérations en bourse que des opérations de bourse, le trafic de bourse semblera s'identifier avec un trafic sur espèces fixes et trouver sa plus haute expression dans le *marché à terme de bourse* et le *report* considéré, avec raison, comme la *clef des opérations de bourse* (1).

Selon une distinction déjà ancienne, toute opération de bourse serait une opération *au comptant* (*Komptantgeschæft*) ou une opération *à terme* (*Zeitgeschæft*). Les opérations *au comptant* seraient celles qui devraient être suivies aussitôt ou dans un délai assez bref du transfert des marchandises ou des titres et du paiement ; — *opérations à terme*, celles qui devraient être suivies du transfert des marchandises ou valeurs et du paiement à une époque plus éloignée et fixée avec une certaine exactitude (2).

tions auxquelles on devrait appliquer certaines lois, certains règlements est impossible à donner. Retenons l'article 12 de la loi autrichienne du 1^{er} avril 1875 : « On doit considérer comme opérations de bourse, les opérations qui ont été conclues dans le local public de la bourse aux heures de bourse sur les objets qui sont admis au marché et à la cote en cette bourse ». M. Grünhut se rattache trop étroitement à cette définition lorsqu'il définit les opérations de bourse en général (*Endemann's Handbuch*, t. III, p. 1) : « les opérations conclues dans une bourse sur les objets qui sont dans sa sphère d'activité. »

(1) Grünhut, dans le *Zeitschrift für das Privat-und öffentliche Recht der Gegenwart*, t. II, p. 610.

(2) Grünhut dans *Endemann's Handbuch*, t. III, p. 5 ; Gareis, *eod. loc.*, t. II, p. 585 ; Hahn, *Bedingungen*, p. 34 et suiv. ; Ed. Jacobson, *Termin-*

La livraison immédiate des marchandises ou valeurs est à la bourse impossible ou extraordinairement rare ; dès lors la démarcation entre opérations *au comptant* et opérations *à terme* ne paraît ni très claire, ni très nette, surtout sur les marchés libres. Les difficultés pourront surgir, dans un cas très spécial et presque hypothétique, il est vrai : dans celui où le transfert des titres et le paiement sont remis à une époque qui est un jour d'échéance pour les opérations *à terme*, et que l'on ne saurait rien induire des quantités sur lesquelles on a opéré.

La distinction entre *marchés effectifs* et *marchés à terme* (Termingeschäfte; børsenmæssiger Terminhandel, *marché à terme de bourse*, selon l'expression technique la plus exacte) a une toute autre portée ; les marchés à terme de bourse sont bien généralement ceux où le jour d'échéance est fixé d'une façon précise ; mais ce qui est beaucoup plus caractéristique et plus exactement caractéristique des *marchés à terme de bourse*, c'est l'existence de tout un système de clauses fixes, suffisamment générales pour permettre à un grand nombre de personnes d'opérer sur ces désignations, suffisamment précises pour que les parties n'aient point forcément à en modifier ou à y ajouter quelque trait. En ce qui concerne la majorité des bourses, on peut, en fait, considérer comme caractéristiques, les habitudes d'opérer à une date toujours la même (fin de mois) ou pour un espace de temps déterminé (un mois calendaire), sur une quantité fixée d'une façon exacte (Schluss) ou sur un de ses multiples, et, depuis que

handel in Waaren (trad. all.), Rotterdam, 1889, p. 5 et s. — La majorité des auteurs considèrent encore comme opérations *au comptant* celles qui doivent être suivies aussitôt de la livraison et des paiements, opérations *à terme*, celles qui doivent être suivies de la livraison et du paiement à une époque future (voir Struck, article *Børsengeschäfte* dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften* ; von Canstein, *Lehrbuch des Handelsrechts*, t. I, p. 116, etc.). Une définition établie sur une base aussi étroite ne répond à rien de réel ; il n'y a pas seulement dans les opérations de bourse au comptant une possibilité de marchés à terme ; celles-ci ne sont généralement que des marchés à terme au sens le plus large de cette expression.

l'on opère à terme sur certaines marchandises, celle d'opérer sur des *types* (1) ou *qualités* (2) fixés selon ou par les usages. Ces divers éléments nous permettront d'ordinaire de distinguer les opérations *effectives* des opérations à terme de bourse.

Une telle distinction n'a d'ailleurs que fort rarement un intérêt pratique si elle permet seule de saisir la technique du trafic de bourse.

II

Les *marchés à terme de bourse* sont des contrats dont les points principaux sont « soustraits à une entente des parties et fixés schématiquement par les usances » (3) ; ce sont donc des marchés à *terme*, dont les conditions sont presque toutes *stéréotypées*, parfois même toutes, excepté bien entendu le prix (4).

Quiconque voulait faire sur la place de Berlin un *marché à terme de bourse* en froment, avant l'interdiction du *marché à terme de bourse en grains et produits de la minoterie*, ou bien un *marché à terme de bourse* en valeurs avant l'introduction des nouvelles *conditions pour marchés à livrer du droit commercial* devait choisir pour la livraison une période ou un jour fixé par les *conditions*, accepter la désignation des *conditions* sur la qualité des marchandises livrables ou un renvoi à tel classement, se référer expressément ou tacitement à toutes les clauses des *conditions* de la place

(1) Pour le blé à New-York : *Redwinter*, n° 2 ou *Spring*, n° 1, à Chicago : *Spring*, n° 2 ou *Redwinter*, n° 2, au choix du vendeur.

(2) V. les désignations des quantités de grains livrables à terme d'après les conditions des principaux marchés européens.

(3) Fuchs, *Der Waarenterminhandel*, p. 4.

(4) Nous sommes forcés de donner ici un tempérament à la définition proposée par Cohn, à plusieurs occasions : « marchés dans lesquels toutes les conditions sont stéréotypées, excepté une seule, le prix (vot. not. *Die Börse und die Spekulation, Sammlung gemeinverstaendlicher Vorträge*, III^e série, Berlin, 1868) : car elle correspond plus aux caractéristiques particulières du *marché à terme* sur les places allemandes qu'aux caractéristiques générales du *marché à terme*.

pour marchés à terme en froments ou en valeurs. Introduisait-on le moindre changement aux conditions stéréotypées ? Il ne pouvait plus s'agir que de *marchés à terme, à livrer.*

Rien n'est plus aisé que de dégager ainsi par comparaison le domaine du *marché à terme de bourse* et du *marché effectif* ; il est singulièrement plus difficile de fixer, en nous plaçant dans un domaine très général et forcément très vague, à partir de quel moment le *marché à terme de bourse* prend une individualité propre. On peut dire, cependant, croyons-nous, que la ligne de démarcation entre les marchés à terme de bourse et les marchés effectifs est ce moment où l'on contracte *à terme* en se référant à des usances ou à un formulaire quelconque, sans que l'on ait à préciser quelque point, rendant moins facile toute opération semblable et inverse, donnant au marché une individualité (1).

Cette indication, que nous nous plaisons à donner très vague, ne saurait être saisie sans un exposé très bref sur la nature du *marché à terme de bourse*, exposé qui trouvera son développement à propos des *marchés à terme de bourse* en valeurs et des *marchés à terme de bourse* en marchandises.

La technique du *marché à terme de bourse* repose sur la notion juridique de fongibilité ; son importance propre lui vient d'une notion économique opposée à celle d'individualité.

Les auteurs parlent ici tout d'abord et presque exclusivement de la *fongibilité* des valeurs et marchandises (2). Nous croyons beaucoup plus exact de parler en premier lieu, non de la fongibilité des valeurs ou marchandises, mais de la quasi-fongibilité des obligations résultant de contrats iden-

(1) En unissant une de ses anciennes définitions du marché à terme de bourse à celle que M. Leinkauf donna devant le comité agricole de la chambre autrichienne des députés lors de l'enquête sur le marché à terme en grains (*Sten. Prot.*, p. 8), M. Ruhland vient de donner tout dernièrement la définition du marché à terme de bourse correspondant de la façon la plus étroite à notre notion (*Die Reform der Getreidebörsen, Die Zukunft*, 23 oct. 1897).

(2) David Kohn, *Der Getreideterminhandel*, Leipzig, 1891, p. 30.

tiques, dont la conséquence est, dans un certain milieu et dans certaines limites, la quasi-fongibilité des personnes ; la fongibilité des choses ne suffirait nullement à nous faire saisir ce que peut être un *marché à terme de bourse*, cette notion doit être mise au second plan comme moins caractéristique, comme ne donnant nullement la solution des vraies difficultés juridiques et économiques qui se présentent ici, bien qu'elle soit, cependant, originairement essentielle.

Deux ou plusieurs contrats passés à des conditions identiques, sur des qualités identiques, pour des quantités identiques sont identiques.

Supposons que A opère avec B, B avec C, C avec D sur la base de contrats identiques. A (acheteur) pourra-t-il refuser d'être abouché directement avec D, qui est décidé à livrer ? En droit commun, oui certes ; A a contracté avec B et ne connaît que B. Mais quels avantages peut avoir A à refuser toute relation directe avec D, en ce qui concerne seulement la question de livraison ? Celui-là s'exposera à une perte de temps ; il ignore si D est effectivement en mesure de livrer, tandis qu'il connaît la rectitude de B dans ses affaires ; d'ailleurs, il n'est point indifférent dans le trafic en marchandises de recevoir livraison de B ou de D : B peut être d'une haute honorabilité et vouloir livrer des marchandises qui non seulement correspondent aux désignations du contrat, mais sont vraiment utilisables, tandis que D d'une moindre délicatesse cherchera à s'en tenir strictement à la qualité minima fixée par les usages.

Mais que l'on prouve à A que la perte de temps nécessaire, pour rapprocher A et D sera presque nulle ; que les risques de l'insolvabilité de D deviennent minimes ; qu'A s'aperçoive que B a contracté avec C pour *se couvrir*, C avec D, dans la même intention et qu'en dernière analyse il aura, en tous cas, le blé acheté ou produit par D ; et enfin qu'il apparaisse avantageux à A d'avoir, dans ses relations commerciales, des liens plus légers, de posséder tout un système de liquidation basé sur l'identité des contrats ; et l'on admettra cou-

ramment les principes de la quasi-fongibilité des dettes identiques et de la quasi-fongibilité des personnes ou plus généralement de certaines personnes.

Il existe, dans la nature, un certain nombre de choses que l'on apprécie souvent au poids ou à la mesure et d'après divers signes extérieurs, correspondant généralement à certaines qualités : ce sont là des marchandises *fongibles* ou plutôt ce sont là des marchandises que l'on traite couramment comme des marchandises *fongibles* en admettant que telle quantité d'objets correspondant à telles désignations *égale* la même quantité d'objets correspondant aux mêmes désignations. Toutes les opérations de bourse tablent sur la fongibilité des choses, sans qu'une telle notion trouve toujours une heureuse application dans le domaine des faits, c'est-à-dire, sans que toutes les choses répondant aux caractéristiques choisies soient vraiment *égales*.

Cesystème tend à supprimer la notion d'individualité : celle de l'individualité des parties contractantes ; celle de l'individualité des objets.

Le lien unissant deux personnes, qui ont contracté entre elles, ne reçoit, au point de vue du droit, aucune atteinte immédiate ; chacun ne connaît que sa propre contrepartie. Mais, à l'arrivée de l'échéance, apparaîtra, à la suite d'une entente commune, tout un système plus ou moins complexe : ce sera parfois (l'exemple le plus parfait et le plus notable en est le trafic des grains aux Etats-Unis d'Amérique) un vrai transfert de propriété à l'aide de titres endossables ou au porteur, les parties résolvant ainsi directement, de proche en proche, leurs obligations ; ce sera, plus souvent (un exemple en est le trafic à terme de bourse en marchandises ou produits sur les marchés allemands) le passage de mains en mains d'une annonce de livraison qui crée une seule obligation nouvelle, celle de l'émetteur de filière vis-à-vis de tout réceptionnaire éventuel qui payerait une certaine somme, et permet un règlement rapide sous condition que le vendeur, qui veut livrer, recevra bien son prix ; ce sera encore une sorte de liqui-

dation centralisée avec délégations et règlements, qui, tout d'abord provisoires, deviendront définitifs lorsque le réceptonnaire aura reçu les titres et l'émetteur son prix d'achat.

Nous pouvons saisir, maintenant, la différence entre un *marché effectif* et un *marché à terme de bourse*, en comparant un *marché à livrer* ou *marché à terme ordinaire* avec un *marché à terme de bourse* : le premier sera un lien unissant immédiatement deux individus et, reflétant dans sa forme, sa nature de contrat destiné à calmer quelques besoins particuliers ; le second sera une opération qui se terminera par une compensation ou mettra en contact deux personnes à l'origine inconnues l'une de l'autre, et qui reflétera, dans sa forme, sa nature de marché destiné à calmer quelques besoins généraux. Tandis que les *marchés à terme* ont pour but, en principe, un gain provenant d'une transformation ou d'une répartition ultérieure de marchandises à détenir, les *marchés à terme de bourse*, tout en finissant bien un jour par calmer quelque besoin, ont plus spécialement pour but un gain immédiat, connu sous le nom vague de *différence*.

La technique du *marché à terme de bourse* est assez semblable sur la grande majorité des places, si bien que l'on peut se demander dans quelle mesure est exacte la doctrine soutenue par divers auteurs dans un domaine purement négatif : est marché à terme, tout ce qui n'est point marché à terme de bourse ; or, à première vue, quatre *points* paraissent *extérieurement* caractéristiques : l'existence d'une place de bourse comme lieu d'exécution du marché ; celle de qualités ou types déterminés, celle d'usances générales ; celle d'une cote officielle (1). Donc, l'une de ces conditions viendrait-elle à faire défaut, nous nous trouverions en face, non d'un marché à terme de bourse, mais d'un *marché à terme ordinaire*.

Ne parlons point des deux premières conditions : existence

(1) Hammesfahr, *Getreidehandel und Terminbörsen*, Antwerpen, 1897, p. 7.

d'une place de bourse comme lieu d'exécution du contrat, existence de qualités ou types déterminés, que nous considérons bien comme essentielles parce que les marchés devant être exécutés sur des places différentes, sur des qualités particulières ont une notable individualité. Les deux dernières ne nous paraissent point caractéristiques : l'existence d'*usances* ; selon nous, aucune différence entre des opérations faites selon les *usances* ou d'après un formulaire commun à trois maisons au moins (le même formulaire peut être employé par cent, cinq cents, mille personnes !) ; il y a, il est vrai, dans ces formulaires comme des *usances* de fait. Et quant à l'existence d'une cote officielle (ou quasi-officielle, ajoutons-nous pour clore de suite un débat qui peut naître et est né sur ce point de détail), nous ne la considérons point du tout comme caractéristique. Notre opinion a trouvé dans M. Henri Schumacher un défenseur convaincu : « l'existence (d'une cote officielle) peut avoir, dans un pays possédant tout un système de commis peu développé et une passion du jeu réfrénée chez les populations, une influence sur le développement du marché à terme, mais ne met, ni ne mettra en jeu son existence (1). »

Nous préférons donc nos indications générales, parce qu'elles sont seules exactes ; nous ne nous laisserons point influencer par des éléments plus ou moins particuliers ou spéciaux à tel ou tel marché.

III

On a coutume de distinguer, parmi les opérations à *terme*,

(1) Das Verbot des Getreideterminingeschäfts, *Preussische Jahrbücher*, septembre 1896, p. 541. Des juriconsultes, dont nous nous plaçons à suivre souvent les doctrines, notamment M. Freund (Die Bestimmungen des Börsengesetzes, *Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen*, 13 févr. 1897) se laissent abuser ici par des apparences.

les opérations *fermes* (Fixgeschäfte) (1) et les opérations à *primes* (Præmiengeschäfte).

Les opérations *fermes* sont des opérations à *terme* pures et simples.

Une combinaison de marchés à *terme* (2) à différentes échéances ou d'un marché au comptant et d'un marché à *terme*, le *report* (Report, Kostgeschäft) est trop connue et a une trop grande importance pour que nous la passions totalement sous silence dans un exposé si élémentaire et général qu'il puisse être. Le *report* consiste en deux contrats de vente « en direction opposée, à différentes échéances, sur les mêmes marchandises ou valeurs, le plus souvent à différents prix ». Une personne, qui n'a point les titres qu'elle doit livrer soit immédiatement soit dans un certain délai et qui veut poursuivre un acte de spéculation à la baisse, achète les titres qui lui sont ou vont lui être nécessaires soit au *comptant* soit à *terme* pour les revendre aussitôt à *terme* pour une époque plus éloignée. Une personne qui n'a point souci de prendre immédiatement livraison de titres achetés, qui veut continuer à spéculer à la hausse, les vendra soit au jour du *terme* soit avant, par conséquent au *comptant* ou à *terme* pour les racheter aussitôt à une date ultérieure. Cette personne sera appelée *reportée* tandis qu'on réservera le nom de *reporteur* à celle qui aura joué le rôle économique de prêteur de titre (3).

(1) Sur les deux sens très différents du terme *Fixgeschäft*, v. not. v. Canstein, *Lehrbuch*, t. I, p. 117.

(2) Pour plus de clarté, nous supposons ici, en parlant de *reports*, que les spéculateurs n'ont fait que des opérations *fermes*.

(3) Distinguons soigneusement *report* et *prolongation* ; celle-ci est le prolongement d'une opération conclue, entre les contractants primitifs (cf. Edm. Alexander, *Reportgeschäft und Prolongation, besonders mit Rücksicht auf ihre Stempelpflichtigkeit*, Berlin, 1892, p. 7) ; le *report* suppose l'intervention d'une tierce personne : dans le premier cas, l'opération conserve son caractère primitif (contrat de vente, généralement), le moment de l'exécution du marché étant seul retardé ; dans le second, il se forme un nouveau marché qui est une combinaison d'un achat et d'une vente (Sic : Göldschmidt, *System des Handelsrechts*, p. 178 ; Gareis, *Han-*

Les opérations à *primes* (Præmiengeschäfte) sont des « opérations à terme avec le droit, acquis par une personne moyennant une bonification du prix, de se dégager des liens du contrat ou de pouvoir en changer le contenu » (1). Une telle prime joue le rôle d'une prime d'assurance ; elle permet de s'assurer contre les conjonctures défavorables par la limitation précise des risques (2).

delsrecht, p. 196 ; Bezeeney, *Gerichtshalle*, nos 72 et 73 de 1871 ; Grünhut, dans *Endemann's Handbuch*, t. III, p. 28 ; Staub, *Kommentar*, p. 416 ; Brückner, *der Differenzhandel*, p. 15 ; Alexander, *Reportgeschäft*, p. 9 ; L. Kahn, *Prolongation und Reportgeschäft in juristischer Construction*, Würzburg, 1897, p. 39 et s. ; Jurisprudence presque constante en Allemagne : *Entscheidung des Reichsoberhandelsgerichts, Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XXVI, p. 248 ; *Entscheidungen des Reichsgerichts in Civilsachen*, t. XIX, p. 145 ; le report n'est pas un prêt de titre ou un prêt sur gage (les constructions proposées par Adler, *Kostgeschäft, Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XXXV, p. 418, et par Ofner, *Darlehn gegen Gattungspfand, eod. loc.*, t. XXXVII, p. 438, sont inexactes en ce qui concerne même le *Kostgeschäft* de la bourse de Vienne) ni un contrat de vente avec pacte de rétrocession (voir J. H. Bender, *Verkehr mit Staatspapieren*, 1825, § 95 et l'arrêt de l'*Oberappellationsgericht* de Lübeck, *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. VI, p. 164), ni un contrat *sui generis* (en ce sens, mais sans s'écarter beaucoup de la doctrine dominante, l'excellente thèse de M. H. Müller, *Das Reportgeschäft*, Zurich, 1896 : « Un report est un contrat d'une nouvelle sorte qui se forme de deux éléments connus, de deux contrats de vente, mais qui, en tant que tout, est une opération qui n'est pas identique à deux contrats ordinaires de vente de nature correspondante. » C'est là un moyen heureux d'arriver à des conséquences conformes à l'intention probable des parties contractantes : mais est-il bien nécessaire d'être aussi ingénieux ?)

(1) Goldschmidt, *System*, p. 175 ; voir James Moser, *Lehre von den Zeitgeschäften und deren Combinationen*, Berlin, 1875 ; Grünhut dans *Endemann's Handbuch*, t. III, p. 6 ; Siegfried dans *Salings Börsenpapiere*, p. 100 ; Cosack, *Lehrbuch*, p. 204 ; opuscule anonyme, *das Præmiengeschäft (Abdruck aus der Hamburgischen Börsen-Halle, Hamburg, 1894)* ; Gareis, *Handelsrecht*, p. 498 ; surtout Gareis, *Archiv für deutsches Wechsels- und Handelsrecht*, t. XVIII, cah. 2 et Bilschowsky, *Ueber die rechtliche Natur der Præmiengeschäfte*, Breslau, 1892 ; A. Wachtel, *Præmien-Stellage- und Nochgeschäfte*, Wien, 1897.

(2) On n'est point d'accord sur la nature juridique d'une telle prime. Gareis (*Handelsrecht*, p. 501) y voit un « équivalent complet en argent, donné pour exercer un certain droit » ; Goldschmidt, le *prix du dédit (Reugeld)* ; Thoel (*Verkehr*, p. 195) une *emptio spei*, d'autres un jeu ou un

Toutes les combinaisons auxquelles peuvent donner lieu les opérations à primes sont extrêmement diverses et souvent fort complexes ; aussi Michaelis pouvait-il dire que « si on faisait défiler toutes les multiples combinaisons et métamorphoses qui seraient possibles avec les marchés à primes, on croirait regarder dans un caléidoscope qui présenterait des images toujours nouvelles » (1).

On appelle opérations avec *primes pour livrer* (Vorprämie, Lieferungsprämie) celles où l'acheteur, opérations avec *primes pour recevoir* (Rückprämie, Empfangsprämie), celles où le vendeur a complète liberté d'allure, quitte à perdre la prime, tandis que l'autre partie se trouve définitivement engagée.

Si on achète à terme une action à 62 francs *dont* (avec une prime de) 2 (deux francs) on acquiert le droit de se procurer cette action à 62 francs, soit de se retirer contre le paiement de 2 francs, pour le moment de l'échéance ; de même, si on vend une action à 58 *dont* 2 on acquiert le droit soit de livrer une action à 58 francs soit de se retirer contre le paiement de deux francs lors de l'échéance.

On appelle *stellage* « une combinaison alternative de deux contrats, l'un de vente, l'autre d'achat, stipulés potestativement (2) », une combinaison de prime à recevoir et de prime à livrer : l'*acheteur de la stellage* acquiert le droit soit d'acheter à un prix 100, soit de vendre à tel autre 105 (3).

pari.... — Un fait bien certain depuis la publication des documents récemment découverts par MM. von Halle et R. Ehrenberg (v. *Zeitalter der Fuggen*, t. II, p. 49 et p. 339 de ce dernier) c'est que les marchés à primes sont issus du pari, il y a fort longtemps. La petite étude de Leser (*Geschichte der Præmiengeschäfte, Staatswissenschaftliche Arbeiten, Festgaben Karl Knies*, 1896) faite avec le petit livre de Don Josséph della Vega et divers documents anglais, ne fournit aucun renseignement nouveau.

(1) *Die wirthschaftliche Rolle, Volkswirtschaftliche Schrifte*, t. II, p. 35. Moser prouve par la *méthode analytique* que primes ordinaires et stellages ne permettent pas plus de 12 combinaisons différentes ; avec les *Nochgeschäfte* 39 apparaissent comme possibles, sur le nombre desquelles la pratique n'en connaît que 14.

(2) Goldschmidt, *System*, p. 152.

(3) Nebenius, *Der öffentliche Kredit*, 2^e éd., 1829, p. 564 et Bender, *Verkehr*, p. 407, refusaient de voir dans les stellages des opérations à pri-

On appelle *opérations avec encore* (Nochgeschäfte ou Geschäfte mit noch ; en français, plutôt *facultés*), celles où on acquiert le droit d'acheter ou de vendre au même prix une, deux, trois... fois plus de titres ou de marchandises. L'opération inverse de celle-ci, celle où on a le droit de se retirer pour partie (moitié, trois quarts) s'appelle *Schluss auf fest und offen*, c'est-à-dire contrat ferme et libre. Le vendeur peut acquérir, en payant une prime, le droit de livrer les titres à une période antérieure à celle qui est en principe fixé (Kauf mit Ankündigung fix und täglich, achat avec annonce à date fixe et tous les jours), l'acheteur celui d'avancer l'époque de la livraison (Kauf auf fixe und tägliche Lieferung, achat à livraison à terme fixe et tous les jours) (1).

mes. — Sur la nature juridique des *stellages* voir les deux doctrines différentes de Ladenburg (*Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. III, p. 437) et de Gareis (*Archiv*, p. 159). Il ne faut point confondre *double prime* et *stellige* (Cf. Gareis).

(1) Sur ces dernières opérations à primes, voir surtout Goldschmidt, *System*. On ne considère pas toujours ces opérations comme de vraies opérations à primes, à tort cependant.

CHAPITRE II

LES OPÉRATIONS SUR VALEURS DANS LES BOURSES ALLEMANDES AVANT LEUR NOUVELLE RÉGLEMENTATION. — RÔLE ÉCONOMIQUE DU MARCHÉ À TERME EN VALEURS.

- I. — Les opérations sur valeurs : existence presque exclusive de *marchés à terme de bourse* à côté de *marchés au comptant*. — Les opérations sur valeurs dans les bourses allemandes avant leur nouvelle réglementation : les *marchés au comptant* au sens le plus large de cette expression ; les *marchés à terme de bourse*. — Droits de l'acheteur et du vendeur de titres au cas d'inexécution du contrat d'après le Code de commerce et les *conditions* des différentes places. — Admission des valeurs au *marché* et à la *cote à terme* avant le 1^{er} janvier 1897.
- II. — Liquidation des marchés à terme de bourse : principes généraux. — Les bureaux de liquidation pour marchés à terme en valeurs : leur fonctionnement à Berlin, Francfort, Hambourg et Munich. — Les banques à virement de titres.
- III. — Histoire de la spéculation sur les marchés allemands en valeurs : Les Compagnies d'assurances à Hambourg en 1720 ; lent développement de la fortune mobilière en Allemagne au commencement de ce siècle ; les ordonnances prussiennes de 1836, 1840 et 1844, leurs effets ; apparition de *Crédits mobiliers* dans l'Allemagne du Sud ; abrogation des ordonnances prussiennes en 1860 ; les deux dernières crises économiques. — Importance de la spéculation dans les principales bourses allemandes en valeurs.
- IV. — Rôle économique du marché à terme de bourse en valeurs. Sans marché à terme, on peut spéculer avec des moyens insuffisants, on peut spéculer à découvert : liaison d'opérations au comptant avec un prêt ou emprunt sur titres. — Nécessité d'un trafic à terme dans les relations internationales : de ce

trafic résulterait forcément un trafic à terme de bourse en certaines valeurs.

V.—(suite) Le marché à terme de bourse en valeurs est la plus haute expression de la spéculation à crédit ; il permet à la spéculation de sortir du cadre étroit des marchés au comptant ; avec lui, toute erreur devient moins néfaste, toute réaction plus aisée.
— Ce que seraient les grands marchés en valeurs sans trafic à terme de bourse.

VI. — Quelques circonstances où le marché à terme de bourse en valeurs offre des facilités légitimes au commerce et à la spéculation.

I

Après notre exposé général sur les opérations de bourse, il ne nous reste plus, pour faire connaître la technique du trafic en valeurs sur les places allemandes, qu'à préciser certains points plus particuliers au trafic en valeurs et au trafic sur les places allemandes, avant leur nouvelle réglementation.

Une conséquence du sectionnement des valeurs en fractions identiques est, dans presque toutes les bourses, la disparition presque complète des marchés à terme ou à livrer et l'existence presque exclusive de marchés à terme de bourse à côté de marchés devant se terminer dans un bref délai par une livraison effective, à côté de marchés au comptant, au sens le plus courant de cette expression. Comme les jours d'échéance sont assez fréquents dans le trafic en valeurs (une fois par mois : fin de mois, *ultimo* ; deux fois par mois : milieu du mois, *medio* et fin du mois, *ultimo*) et comme il est fort rare que les spéculateurs désirent opérer sur un nombre de titres déterminé avec précision, le marché à terme ou à livrer n'apparaît plus guère comme utile qu'à une échéance très courte, trois, quatre, cinq, six jours ; comme on a affaire alors, généralement, presque exclusivement, à des marchés effectifs, des marchés devant se terminer par une livraison effective des titres et comme, d'autre

part, l'époque fixée pour cette livraison est très proche, ne peut-on point parler de *marchés au comptant*, au sens le plus large de l'expression : le marché au comptant n'est-il pas, d'ailleurs, dans une certaine mesure, un marché à terme, puisque la livraison immédiate est, pour le moins, fort rare, et que la livraison et le paiement suivent d'un ou deux jours la conclusion des contrats ?

Les *usances* de la bourse en valeurs de Berlin (1), qui étaient assez typiques en ce qui concernait le trafic des bourses allemandes en valeurs, donnaient à l'expression *marché au comptant*, le sens tantôt de *marché effectif* (avec livraison à assez bref délai), tantôt de *marché au comptant* au sens étroit de cette expression (avec livraison presque immédiate). C'est ainsi qu'elles distinguaient, parmi les *opérations au comptant*, les *opérations au comptant* proprement dites (*per Kassa*), les opérations *pour le lendemain* (*per Morgen*), les opérations *à quelques jours* (*per einige Tage*) ; elles y ajoutaient une présomption en faveur des *marchés au comptant*, en faveur, disaient-elles, des « opérations pour lesquelles le temps de l'exécution n'est pas fixé expressément, à moins qu'on ne puisse induire, avec sûreté, de la nature des valeurs, du nombre des titres achetés ou vendus ou de l'importance de la somme en question ou d'autres circonstances, que l'intention des contractants était de faire des opérations à terme » (2) : il s'agissait bien là de *marchés effectifs*.

Les opérations au comptant proprement dites « devaient être suivies du transfert des titres et du paiement dans un délai déterminé par les usages et très court ». Dans les opérations pour le lendemain, la livraison était remise vingt-quatre heures plus tard que dans les opérations au comp-

(1) Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner-Fondsbörse, art. 13 (*Handbuch der Berliner-Fondsbörse*, 1895, p. 16).

(2) Cf. art. 3 des *usances* de la bourse de Francfort : « Si rien d'autre n'a été convenu, l'opération est considérée comme opération au comptant. »

tant proprement dites. Dans les opérations à quelques jours, « chaque partie était autorisée à indiquer le jour de l'échéance, qui pouvait arriver depuis le troisième qui suivait le contrat ». Les *opérations à l'apparition sur le marché* (per Erscheinen) étaient celles qui devaient être suivies du paiement et de la livraison, au jour *fixé par la députation des experts* (1).

Le marché à terme de bourse en valeurs, tel qu'il existait sur les places allemandes, était un contrat, « dont toutes les conditions essentielles, sauf une seule, le prix, étaient fixées par les usages ». Cette définition générale du professeur Gustave Cohn était très exacte en ce qui concernait les marchés allemands et même en général les principaux marchés continentaux en valeurs.

Les *conditions du marché* fixaient à *quelles échéances* on pouvait opérer à terme (fin du mois, souvent aussi milieu du mois) et *sur quelles quantités fixes* (Schlüsse) ou leurs multiples (2); elles indiquaient aussi les autres clauses accessoires du contrat.

Quels étaient sur les places allemandes les droits de l'acheteur et ceux du vendeur à terme lorsque la contrepartie n'exécutait point ses engagements? Le Code de commerce

(1) *Bedingungen, Berliner Fondsbörse*, art. 13.

(2) Ces deux usages se sont établis en Hollande au XVII^e siècle. Nous voyons dans l'habitude d'opérer à des dates fixes le même souci qui a fait prendre dans le commerce l'usage de remettre les paiements à certains jours déterminés, auquel est venu se joindre le désir de faciliter des règlements plus ou moins généraux et les *mystérieuses prolongations*. Les écrivains les plus anciens ne nous parlent que de liquidations trimestrielles; don Josseph de la Vega (*Confusion de confusiones Amsterdam*, 1687, p. 24, exemplaire peut-être unique à la bibliothèque de l'Université de Goettingen) est le premier qui nous parle de *liquidation mensuelle, au vingt du mois*. Quant à l'habitude d'opérer sur des *quantités fixes*, elle ne paraît pas complètement établie dans le monde des *joueurs* au temps de don Josseph de la Vega. Ceux-ci opéraient alors généralement sur des quantités assez fortes, *des régiments* pour que les gains soient plus sensibles; le *régiment* est devenu peu à peu l'*unité d'usage* (Schluss), la *quotité négociable à terme*, comme l'on dit sur les marchés français.

reconnaissait un droit considéré parfois comme néfaste ; les *conditions* d'un grand nombre de bourses et notamment de la bourse de Berlin apportaient à cette interprétation de la volonté probable des parties des modifications importantes et, au dire de quelques-uns, illégitimes.

Le Code de commerce allemand, après avoir indiqué le droit de chaque partie contractante au cas d'inexécution d'une vente (art. 354-356) (1), posait des règles spéciales pour le cas où « la marchandise devait être livrée à date fixe ou dans un délai déterminé » (art. 357) (2). Le motif de cette distinction

(1) Art. 354. « Lorsque l'acheteur est en retard pour le paiement du prix et que la livraison de la marchandise n'a pas encore été faite, le vendeur peut, à son choix, exiger l'inexécution du contrat et des dommages-intérêts pour le retard, ou vendre la marchandise pour le compte de l'acheteur en observant les dispositions de l'article 343 et obtenir en outre des dommages-intérêts, ou, s'il le veut, renoncer au contrat et le faire considérer comme non avenu. »

Art. 355. « Lorsque le vendeur est en retard pour la livraison de la marchandise, l'acheteur peut, à son choix, ou exiger l'exécution du contrat avec des dommages-intérêts pour le retard ou réclamer des dommages-intérêts pour l'inexécution ou, enfin, renoncer au contrat et le faire considérer comme non avenu. »

Art. 356. « Si l'un des contractants, en vertu des dispositions des articles précédents veut, au lieu d'exiger l'exécution, réclamer des dommages-intérêts pour inexécution ou renoncer au contrat, il doit en donner avis à l'autre contractant et, en outre, si la nature de l'opération le permet, lui laisser encore un délai proportionné aux circonstances pour réparer le retard. »

(2) Art. 357 du Code de commerce : « L'article 356 n'est pas applicable quand il a été convenu que la marchandise serait livrée à une date fixe ou dans un délai déterminé. En ce cas, l'acheteur comme le vendeur a le choix entre les droits qui lui appartiennent en vertu des articles 354 et 355. Toutefois celui qui veut exiger l'exécution du contrat doit en avertir l'autre contractant sans retard après l'arrivée de la date fixée ou l'expiration du délai ; s'il néglige de le faire, il ne peut pas plus tard réclamer l'exécution.

Si le vendeur, au lieu d'exiger l'exécution, veut vendre la marchandise pour le compte de l'acheteur retardataire, il doit procéder à la vente aussitôt après l'expiration du délai ou l'arrivée du terme, dans le cas où la marchandise est cotée à la bourse ou sur un marché. Une vente qui serait faite postérieurement ne serait pas réputée faite pour le compte de l'acheteur. Un avertissement préalable n'est pas nécessaire, mais le vendeur doit, dans ce cas aussi, notifier sans retard à l'acheteur que la vente a été faite.

Lorsque l'acheteur, au lieu d'exiger l'exécution, réclame des dommages-

nous est indiqué en ces termes par le compte rendu sténographié des conférences de Nuremberg : « Si on voulait donner simplement au créancier le droit de choisir entre une demande basée sur la différence des cours au jour de la livraison et une demande en exécution du marché, celui-ci attendrait et selon son intérêt et la tournure des choses choisirait l'un ou l'autre, ce qui ne doit point être » (1). Pour atteindre ce but, on établissait, en sorte de présomption légale, que les parties n'avaient pu vouloir une exécution tardive (2).

De l'article 357 résultait nettement que le règlement par différence était, de principe, au cas d'inexécution d'un marché à terme fixe (3). Le législateur n'avait pas en vue de rendre ainsi plus fréquents encore les règlements différentiels, il tenait compte de l'intention probable des parties, il donnait une base légale à un usage ancien dans le royaume de Prusse (4), et voulait, comme nous l'avons dit, éviter les exécutions tardives.

L'article 357 conservait la distinction entre vendeur et acheteur. Le vendeur ne pouvait pas, de même que l'acheteur, réclamer simplement des dommages-intérêts au cas d'inexécution. L'article 357 maintenait aussi le droit pour la contrepartie d'une personne en demeure de se retirer du contrat purement et simplement.

Comme l'article 357 du Code de commerce ne contenait que l'interprétation de la volonté probable des parties, les *conditions* de différentes bourses avaient apporté à ces principes diverses modifications. L'article 18 des *conditions de la*

intérêts pour l'inexécution, les dommages-intérêts à payer par le vendeur consistent, si la marchandise est cotée au marché ou à la bourse, dans la différence entre le prix de vente et le prix du marché ou de la bourse dans le temps, dans le lieu où la livraison devait se faire sans préjudice du droit pour l'acheteur, d'obtenir, s'il y a lieu, de plus amples dommages-intérêts. »

(1) Lutz, *Protokoll*, p. 673.

(2) Munk, *Missbräuche*, p. 2.

(3) Staub, *Kommentar*, sous art. 357.

(4) Material, *Sten. Ber.*, p. 2288.

bourse en valeurs de Berlin reconnaissait au vendeur (au comptant ou à terme) un droit à des dommages-intérêts, au cas d'inexécution du marché, alors même qu'aucune vente de titres n'aurait été préalablement faite par lui, et enlevait aux parties le droit de se retirer, purement et simplement, du contrat. Ces deux modifications répondaient aux nécessités du commerce de bourse. Une distinction entre les droits du vendeur et de l'acheteur « discutable dans le commerce ordinaire, ne serait dans le trafic de la bourse en valeurs qu'une gêne inutile » ; quant au droit de se retirer de contrats, « qui sont, en fait, presque exclusivement des marchés différentiels », « il n'avait point de sens (1) ». Une exécution forcée a souvent de très grands inconvénients (2).

D'ailleurs ces dispositions avaient surtout pour but de fournir aux commissionnaires tous les droits nécessaires pour régler dans le plus bref délai la situation de leurs clients (3), sans qu'il puisse s'agir pour ceux-ci de quelque dommage (4).

L'admission au *marché* et à la *cote* avait généralement pour conséquence sur les places allemandes l'admission au *marché et à la cote à terme* : les cotes officielles indiquaient le *cours du terme* dès que les transactions à terme sur des valeurs, officiellement cotées au comptant, avaient pris une certaine extension.

(1) Hahn, *Bedingungen*, p. 15.

(2) Le conseiller Gamp disait, avec exactitude, devant le Reichstag lors de sa violente attaque contre le marché à terme (16 mai 1889), que d'un procès criminel jugé à Hambourg résultait que « d'une vente forcée de petites quantités, 500 sacs de café, le prix baissa un jour de 54 thalers à 50 3/5 thalers ». — Cf. *Entwurf eines Handelsgesetzbuches mit Ausschluss des Seehandelsrechts nebst Denkschrift*, Berlin, 1896, p. 219, et un rapport des anciens de la corporation des marchands de Berlin (*Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1889, p. 62), dont les autres motifs sont d'ailleurs intéressants.

(3) Material, *Sten. Ber.*, p. 1325 (le passage est mal sténographié).

(4) Comme le Code civil allemand ne connaît point de distinction entre vendeur et acheteur (*Entwurf eines Handelsgesetzbuches*, p. 219), le Code de commerce révisé (art. 376) ne conserve pas une partie des dispositions actuelles de la loi.

Il n'en était point ainsi à Berlin, où il fallait une décision spéciale des personnes mêmes qui prononçaient l'admission au *marché* et à la *cote* : celles-ci se préoccupaient surtout de savoir si les transactions à terme étaient suffisamment suivies et conserveraient leur importance actuelle ; elles avaient pris l'habitude d'écarter de la cote à terme les valeurs dont le nombre était si minime que l'on pouvait craindre un étranglement (*Schwænze*) (1) ; elles appréciaient donc l'opportunité d'une telle admission, en tenant compte surtout de l'importance du trafic (2).

II

Pour faciliter le trafic en valeurs, on a fondé, sur les principaux marchés, des *bureaux*, des *associations*, plus ou moins étroitement rattachés à l'organisation même de la bourse ou à des banques, surveillés, dirigés et administrés par de simples particuliers ou par des personnes revêtues d'un caractère plus ou moins nettement officiel.

Les difficultés se présentent surtout au cas de *marchés à terme* (3) ; car de telles opérations s'enchevêtrent sans cesse avec les moindres changements dans les *conjonctures* ; et il faut éviter le passage des titres de mains en mains, les pertes de temps, les hésitations... qui en résulteraient sur les places fort importantes.

Résumons en quelques mots les principes généraux qui

(1) Voir chapitre IV, n° I.

(2) Weber, *Die Ergebnisse*, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, t. XLV, p. 119 et surtout *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 5 mars 1885 : *Beschlüsse des Börsen-Commissariats der Fondsbörse* ; le commissariat refusa d'établir en ces matières des règles fixes (cf. l'admission des valeurs au *marché* et à la *cote*).

(3) Elles se présentent aussi lorsque les opérations à *l'émission* (per *Erscheinen*) ont été nombreuses.

président à la liquidation des marchés à terme aussi bien en marchandises qu'en valeurs, pour étudier ensuite le fonctionnement des institutions destinées à faciliter sur les places allemandes le trafic en valeurs, notamment des *bureaux de liquidation pour marchés à terme* et des *banques à virement*.

Supposons (1) que

B ait acheté à A au cours de 100			
C	—	D	— 99
D	—	C	— 101
E	—	D	— 98

et que E veuille lever les titres.

Nous savons quelles objections E pourra faire à se voir aboucher avec A ; mais supposons que E s'engage par avance à recevoir livraison d'une personne indéterminée ou accepte de recevoir directement livraison de A : les titres ne passeront point inutilement de A à B, de B à C, de C à D et de D à E : on aura évité une perte de temps.

Comment va-t-on procéder pour le paiement des prix ? B pourra donner 100 à A, C 99 à B, D 101 à C, E 98 à D ; ou si on prend pour base le prix d'achat de E, B pourra donner 2 à A, C 1 à B, D 3 à C, et E remettre 98 à A. Mais pourquoi ne prendrait-on pas pour base au lieu d'un chiffre variable et dépendant d'une circonstance fortuite, le cours de la valeur lors de la liquidation au *jour de la fixation* (Feststellungstag) ? La liquidation de toutes les opérations à terme sur une même valeur ou marchandise aurait lieu sur une base uniforme, moins arbitraire, immédiatement connue de tous : des avantages multiples pourraient en être déduits.

Supposons que, lors de la fixation, le cours de la valeur ou marchandise soit 100 ; le tableau suivant nous montre très bien quelles seront les relations entre les diverses parties.

(1) Voir notamment sur la technique de la liquidation des marchés à terme Fuchs, *Waarenterminhandel*, p. 16.

CONTRATS ENTRE	100				
	A	B	C	D	E
	100	99	101	98	
A et B.	+0				
B et C.		+0 -1			
C et D.			+1 +1		
D et E.				-1 -2	
Pour livr. effect..	+100				+2 -100
	+100	-1	+2	-3	-98

A recevra 100 de E, C 1 de B, C 1 de D, E 2 de D ; ou bien, si une personne, une banque par exemple, est le mandataire de chacun, A pourra recevoir 100, C 2, tandis que B versera 1, D 3, et E 98, ce qui produira le même résultat et abrégera encore les règlements de comptes en évitant des paiements inutiles.

Il est aisé de comprendre que le système de liquidation le plus parfait est celui qui nécessite un moindre déplacement de titres ou de marchandises et de fonds, tout en produisant le même résultat qu'un transfert de titres ou marchandises et de fonds de mains en mains.

On a fondé, à Berlin, en 1869, une « association de liquidation pour marchés à terme à la bourse en valeurs » (Liquidationsverein für Zeitgeschäfte an der Fondsboerse) (1), à laquelle appartiennent, actuellement, sans très notables exceptions, les diverses maisons de la place qui font ordinairement des opérations à terme sur valeurs. Le comité directeur de cette association agréé les nouveaux membres ou rejette à sa guise toute demande d'admission ; il prononce l'exclusion des membres en certaines circonstances (2). L'asso-

(1) Statut des Liquidationsvereins (*Handbuch der Berliner Fondsboerse*, 1895, p. 134). Voir les explications fournies par M. le conseiller de commerce Kopetzky à la commission d'enquête (*Material, Sten. Ber.*, p. 154).

(2) Statut, art. 11 et 12.

ciation n'intervient point personnellement comme contrepartie ; elle ne fait qu'aboucher celui qui doit livrer et celui qui veut lever les titres. Tout membre de l'association qui opère à terme sur des valeurs *escomptées* par celle-ci doit s'adresser à elle, nous disent les « conditions pour opérations sur valeurs à la bourse de Berlin » (art. 17) : rien ne peut mieux montrer l'importance de cette institution privée que cette disposition.

Chaque membre de l'association doit déposer au bureau de liquidation, au « jour de bourse qui suit immédiatement le jour de la réponse des primes, » une *feuille d'escompte* (Scontrobogen), qui contient l'indication des opérations à terme qu'il a conclues avec les autres membres de l'association ; peu importe qu'il ait ou non à livrer ou à lever des titres, les *feuilles d'escompte* pourront être utiles pour contrôler l'ensemble de la liquidation (1). Celui qui doit recevoir livraison joint à sa *feuille d'escompte* un petit bulletin (Empfangszettel), portant : « contre ceci, je prendrai livraison desdits titres au cours de liquidation ». Celui qui, au contraire, doit livrer des titres, fait chercher au bureau de l'association un bulletin (2). « La différence entre le cours de liquidation (3) et le cours auquel a été conclu le marché est à régler directement entre les parties » (Statut, art. 4) ; c'est-à-dire que dans l'exemple que nous choisissons tout à l'heure, A recevrait 100 de E, B donnerait 1 à C, D 1 à C, D 2 à E.

Les parties ne s'abouchent plus guère en fait : la banque de *Berliner Kassenverein*, dit *Kassenverein*, reçoit les titres de

(1) Statut, art. 2 ; Material, *Sten. Ber.*, p. 153.

(2) Si l'opération de liquidation est bien faite, il doit se trouver autant de personnes désireuses de lever que de personnes désireuses de livrer.

(3) Le cours de liquidation est fixé par la « députation des experts de la bourse en valeurs », c'est « celui qui répond autant que possible au cours des opérations faites le jour de la fixation entre 12 h. et 12 1/4 » (Siegfried, *Börsenpapier*, p. 120) ; à défaut d'un tel cours, le cours moyen de la valeur au jour de la livraison en tient lieu (*Handbuch der Berliner Fondsbörse*, p. 26).

celui qui doit livrer et les remet à celui qui veut les lever ; mais un tel intermédiaire n'est pas obligatoire ; on peut l'écarter toutes les fois qu'on le juge inutile.

La *Bank des Berliner Kassenvereins* (1), possède un *bureau de virement de titres* (Giroeffektenbureau), dont tous les membres de l'association de liquidation ne font pas nécessairement partie mais qui facilite singulièrement le trafic en valeurs et notamment les liquidations. Les titres, qui y sont déposés, peuvent être retirés, virés d'un compte à un autre ou mis en gage d'après un simple système de chèques. Les chèques blancs permettent de retirer les titres ; les chèques rouges de les faire passer d'un compte à un autre ; les chèques verts de les mettre en lombards au nom de telle personne.

Aux jours de liquidation, il y a une circulation très importante de chèques rouges et un moindre déplacement de titres.

Le *Collectiv-Scontro* (2), association d'*escompte collectif*, joue à Francfort-sur-le-Mein le même rôle que l'association de liquidation à Berlin ; il abouche celui qui doit livrer et celui qui veut lever. On a créé, depuis peu, pour le règlement des différences une *clearing-house* : une maison connue (Jordan et Co) reçoit les sommes dues et les remet aux créanciers.

On remet au *Collectiv-Skontro* (3) de Munich un bordereau pour les différences, qui sont versées par les débiteurs au bureau central de la banque d'Empire et que l'on peut toucher contre présentation d'un chèque.

La *banque des changeurs* (4) (Wechsler Bank) de Hambourg est une société par actions dont « le but est surtout l'entre-

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 152 ; Geschäftsordnung für den In-Kasso- und Giro-Verkehr der Bank des Berliner-Kassen-Vereins (Sandheim, *Saling's Börsenpapiere*, erster Theil, p. 513).

(2) Puls, *Frankfurter Börsen-Handbuch*, p. 35 (règlement) ; Material, *Die hauptsächlichsten Börsen*, p. 27.

(3) *Eod. loc.*, p. 27.

(4) Jürgens, *Hamburgisches Börsen-Handbuch*, p. 87 (Regulativ des Effekten Liquidations-Bureaus ; voir aussi Material, *Die hauptsächlichsten Börsen*, p. 47.

mise dans l'achat et la vente de papiers d'Etats et autres valeurs » ; elle a un bureau de liquidation pour marchés à terme ; à remarquer dans son règlement (art. 2) que cette banque se porte garante de la solvabilité de celui qui doit lever les titres et se trouve, après paiement, subrogée aux droits de celui qui les livre.

III

Les bourses fondées en Allemagne aux XVI^e et XVII^e siècles servirent tout d'abord à un important trafic sur le change ; elles ne connurent un trafic sur valeurs de quelque régularité qu'au commencement du XVIII^e siècle (1).

La crise de 1716-1720 ne fut pas restreinte aux seules places de Paris et de Londres ; toute l'Europe en ressentit le contre-coup ; Hambourg ne fut point épargnée (2). Les Hambourgeois, qui ne possédaient aucune compagnie d'assurances maritimes, s'adressaient au XVIII^e siècle aux sociétés hollandaises ou anglaises toutes les fois qu'ils ne voulaient pas courir personnellement les risques d'un transport. En mai 1720, quelques commerçants se réunirent et décidèrent de faire tous leurs efforts pour combler une telle lacune ; une loi du 24 juin suivant autorisait la fondation de deux compagnies d'assurances, auxquelles elle reconnaissait un privilège exclusif. Un courtier fut chargé d'ouvrir une souscription ; quinze jours n'étaient point expirés que celle-ci était close. Dès lors et avant même qu'on ait distribué les titres, on se mit à spéculer sur des *promesses d'actions* ; marchands, professeurs, ministres plénipotentiaires, tout le monde vint à la bourse, *qui resta pleine du matin au soir*. Le Sénat intervint lorsque le cours de ces promesses d'actions

(1) R. Ehrenberg, *Zeitalter*, t. II, p. 312.

(2) Amsinck, *Die ersten hamburgischen Assecuranzcompagnien und der Aktienhandel im Jahre 1720*, *Zeitschrift des Vereins für hamburgische Geschichte*, t. IX (1894), p. 465.

atteignit deux fois et demie le prix de souscription ; il déclara nuls tous marchés sur ces espérances de titres et interdit aux courtiers de prêter leur ministère pour toute nouvelle opération. Le 26 juillet, les deux sociétés étaient dissoutes.

Mais ce n'était là qu'un de ces événements isolés où l'historien futur retrouve les premières traces d'un mouvement nettement dessiné : durant tout le XVIII^e siècle, le trafic en valeurs n'eut qu'une très médiocre importance sur les différents marchés allemands ; à Hambourg, les valeurs étaient, à certains jours déterminés, vendues aux enchères ; ce ne fut qu'à la fin du siècle dernier et en 1806 que les bourses de Francfort et de Berlin commencèrent à publier les cours des rares valeurs, objets de négociations assez suivies (1).

L'Allemagne connaissait sans doute depuis longtemps les opérations à terme sur lettres de change lorsque nous rencontrons, au commencement de ce siècle, la mention très intéressante de marchés à livrer sur lettres de crédit de villes et de provinces, issus des nécessités mêmes du moment (2). « On conclut des marchés à terme environ depuis 1816 ; mais le trafic ne devint général et surtout vif que depuis 1820 et 1821 (3) ». Les emprunts d'Etats avaient pris, après 1815, sur les principales places allemandes, une réelle importance (4) ; lorsque, cinq ans plus tard, la maison Roths-

(1) R. Ehrenberg, *Zeitalter der Fugger*, t. II, p. 317.

(2) Brochure anonyme, *Die Spekulationswuth* (1824). Les villes et les provinces, qui, au commencement de ce siècle, durent payer maintes contributions de guerre et les fournitures de l'armée, se virent souvent forcées de mettre en circulation des lettres de crédit. Celles-ci furent prises parfois à 17 pour cent de leur valeur nominale. « Les opérations sur ces papiers augmentèrent avec leur nombre et les besoins pressants des porteurs. » Les cours fluctuèrent ; beaucoup de personnes subirent des pertes sérieuses. « Les fournisseurs de l'armée qui recevaient en paiement à la place d'argent comptant ces lettres de crédit à un certain cours ne purent s'exposer à ce double danger ; ils vendirent donc ces effets, par avance, à livrer à l'arrivée du terme tels qu'ils seraient. » Nous ne trouvons nulle part ni confirmation, ni même mention de tels marchés.

(3) Bender, *Verkehr mit Staatspapieren* (2^e édit.), p. 379.

(4) R. Ehrenberg, *Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung*.

child jeta sur les marchés un double emprunt autrichien, la spéculation utilisa la forme nouvelle des marchés à terme (1). Dès cette époque, affluèrent les brochures et pamphlets contre le jeu de bourse et les marchés différentiels : Schmalz, le traducteur allemand de Coffinières (2), voulait que l'on enfermât dans une maison de force toutes les personnes qui se livreraient à la spéculation ; peu d'écrivains oubliaient, au milieu de leurs attaques contre le jeu de bourse, de comparer, avec une naïveté très amusante, le mariage et les opérations à terme, tous deux actes nettement aléatoires (3).

Comme la spéculation sur les emprunts espagnols avait dégénéré en jeu et en agiotage, le gouvernement prussien crut nécessaire d'intervenir et déclara nulle par une ordonnance du 19 janvier 1836 toute opération à terme sur ceux-ci. Dès 1840, cette défense était généralisée et appliquée au trafic en toutes valeurs étrangères. Quelques années plus tard, la *manie des chemins de fer* devenait presque une folie ; le 24 mai 1844 (4), un règlement prussien déclarait nulles et inexistantes toutes « opérations à terme sur promesses d'ac-

(1) A partir de quel moment fit-on, dans les bourses allemandes, des *marchés à terme de bourse* ? A partir de quelle époque y opéra-t-on sur des quantités fixes, pour la fin du mois, etc. ? Nous ne saurions le dire ; le passage du marché à terme au marché à terme de bourse a dû être insensible et personne ne se douta de suite de son importance... En tous cas, un acte de 1833 conservé dans les Archives de la corporation des marchands de Berlin (cote M. 2, p. 109) distingue parmi les opérations faites à la bourse : « les opérations au comptant, c'est-à-dire celles où titres nationaux et étrangers sont l'objet d'un règlement au jour de l'opération ou au jour suivant contre paiement de la main à la main ; les opérations à terme dans l'intention de livrer et de lever les titres à un certain terme conclus directement entre parties contre paiement de la main à la main lors de la livraison ; les opérations à terme (à livrer) où le vendeur n'a pas les titres vendus ni l'acheteur le moyen de les payer et où le règlement final est effectué par d'autres personnes qui les représentent, les marchés à primes pour livrer, ou pour recevoir, les stellages... » C'était là une distinction extraordinairement nette pour l'époque où on l'établissait.

(2) Berlin, 1825.

(3) V. *Die Spekulationswuth* et Meisner, *Die Spekulationswissenschaft*, Berlin, 1811.

(4) *Gesetzsammlung für die königlich preussischen Staaten*, 1836, p. 9, 1840, p. 123, 1844, p. 117.

tions, reçus intérimaires... de valeurs de chemins de fer » (1).

La première de ces dispositions eut indirectement un résultat fort heureux, celui d'écarter les nouveaux emprunts espagnols du marché berlinois et d'éviter ainsi des pertes sensibles aux capitalistes prussiens ; quant à la dernière, elle mit momentanément un frein au jeu, mais elle atteignit non point seulement les joueurs, mais aussi les spéculateurs avisés, qui, confiants dans l'avenir des chemins de fer, soutenaient les cours sur le marché ; ses autres conséquences ne paraissent point avoir été plus heureuses (2).

Si le gouvernement prussien refusa son autorisation pour la création de quelque *Crédit mobilier* sous la forme de société anonyme par actions, l'Autriche et les Etats de l'Allemagne du Sud eurent de bonne heure leur *Crédit-Anstalt* (établissement de crédit) et leur *Bank für Handel und Gewerbe* (banque pour le Commerce et l'Industrie), plus connue sous le nom de *Banque de Darmstadt*. L'*Allgemeine Zeitung* de 1855 nous décrit plusieurs scènes fort voisines de celles qui, au siècle dernier, illustrèrent la rue Quincampoix et qui eurent lieu lors de l'émission des actions de ces banques : « Malgré un froid, qui atteignit à diverses époques 12 degrés Réaumur, des masses énormes de personnes restèrent debout toute la nuit, faisant la queue, sous la surveillance de la police, dans les rues avoisinant la banque... »

Les anciens de la corporation des marchands de Berlin réclamaient, depuis longtemps, l'abrogation des ordonnances de 1836, 1840 et 1844, lorsque le gouvernement, après avoir laissé calmer l'émotion produite par la crise de 1856, présenta une loi en ce sens qui fut votée, sans longs débats, par la Chambre des Seigneurs et la Chambre des députés, et promulguée en 1860 : l'exposé des motifs en est plus spéciale-

(1) Les Archives de la Corporation des marchands de Berlin contiennent des documents intéressants et nouveaux sur la spéculation en valeurs de chemins de fer. On nous a malheureusement interdit de les publier. Pourquoi ?

(2) Ehrenberg, *Fondsspekulation*, p. 72.

ment intéressant ; le gouvernement insiste sur les dangers d'une réglementation très stricte et exprime son consentement d'avoir vu les trois règlements produire un médiocre effet !

Depuis lors, les valeurs mobilières ont pris sans cesse une plus grande importance sur les marchés allemands ; la crise de 1871-1872 fut une crise de spéculation, d'une façon plus spéciale de spéculation sur valeurs nouvellement émises, celle de 1890-91 également une crise de spéculation, mais d'une façon plus spéciale de spéculation sur valeurs anciennement émises.

La loi de 1884 sur les sociétés par actions, votée depuis la chute du parti libéral-individualiste, est une des très rares mesures qui eussent dernièrement produit quelque effet sur le marché en valeurs.

L'Allemagne possède deux bourses en valeurs d'une vraie importance : celle de Berlin et celle de Francfort-sur-le-Mein (1).

La bourse en valeurs de Berlin, qui ne joue un rôle international que depuis quelque trente ans, n'a point encore, comme nous l'ont prouvé des événements encore récents, cette richesse qui permet de supporter une crise économique sans perdre momentanément beaucoup de son importance ; aussi ne peut-on pas la comparer à celles de Londres ou de Paris ; mais ses progrès extraordinaires (2) lui donnent déjà une place importante et permettent de lui prévoir un brillant avenir. Elle sait enlever, peu à peu, à la place de Francfort, une partie de ses anciens clients ; elle reçoit les ordres de toutes les parties de l'Allemagne, laissant aux petites bourses le seul trafic en valeurs locales : les trois banques de courtiers permettent de trouver immédiatement dans le trafic à terme une contrepartie de solvabilité connue ;

(1) V. dernièrement R. G. Lévy, Les marchés financiers de l'Allemagne, *Revue des Deux Mondes* du 15 novembre 1897.

(2) Rien ne saurait mieux le prouver que cette statistique comparative (empruntée à l'*Uebersicht über die Entwicklung des Handels und der*

son *cours* unique dans le trafic au comptant est une expression nette de la situation du marché et empêche la coupe dans le cours. Les émissions de valeurs se font aisément sur son marché, la spéculation s'y concentre d'une façon plus spéciale et permet un enlèvement instantané d'importantes quantités de titres.. Les banquiers berlinois sont considérés avec raison comme des arbitragistes de premier ordre.

Si, lors de la réunion de la commission d'enquête, le nombre des valeurs cotées à terme était à Francfort de 85 et à Berlin de 73 (1), il ne faudrait point en conclure à la prééminence de ce premier marché ; si celui-ci est riche (2), la spéculation n'y joue point un rôle très important (3) ; son caractère de marché international diminue sans cesse avec le développe-

Industrie von Berlin von 1870 bis 1894, publiée par les *Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1895, p. 47.

Valeurs cotées à Berlin,	le 3 déc. 1869,	le 31 déc. 1894
Emprunts prussiens et allemands. . . .	63 valeurs	175 valeurs
Emprunts étrangers	39 —	162 —
Crédits hypothécaires nationaux	3 —	80 —
Actions de priorité et obligations de chemins de fer nationaux et étrangers. .	118 —	130 —
Autres valeurs de chemins de fer. . . .	72 —	82 —
Actions de banques	35 —	112 —
Actions américaines	—	31
Actions de sociétés d'assurances	4 —	41 —
Valeurs industrielles.	12 —	442 —
Obligations de sociétés industrielles . .	—	69 —
Or, argent, billet.	15 —	22 —
Change	9 —	25 —
Total	370 —	1371 —

(1) Material, *Statistische Anlage*, p. 309 et s.

(2) « Les banquiers privés y dominaient et étaient réellement omnipotents » (S. Schott, Stock-Exchange and the public, *The Journal of Finance*, septembre 1897) : l'importance des grandes banques privées est encore d'ailleurs caractéristique du marché de Francfort où les banques anonymes ne jouent point encore le même rôle qu'à Berlin.

(3) Une preuve en résulte de cette affirmation de la chambre de commerce de Francfort que soixante-neuf pour cent des opérations s'y font au comptant, trente et un pour cent à terme (*Denkschrift vom 2 Dezember 1893 der Frankfurter Handelskammer*).

ment du marché berlinois ; la bourse de Francfort devient de plus en plus le grand marché des capitaux des pays rhénans et des valeurs locales qui ne trouvent point assez d'éléments dans les villes comme Stuttgart, Karlsruhe. Elle tire profit des nombreux centres industriels qui surgissent non loin d'elle surtout de Höchst (1).

La bourse en valeurs de Hambourg, où 44 valeurs étaient, en 1892, admises à la cote à terme, n'a guère qu'une importance locale ; cependant des émissions d'emprunts ou d'actions scandinaves y ont lieu assez fréquemment. Citons encore parmi les bourses en valeurs de second ordre celle de Munich, celle de Brême, celle de Leipzig et enfin celle de Dresde où dernièrement un trafic en valeurs locales, surtout industrielles, a pris une notable importance (2) : ce ne sont point là des places de spéculation.

IV

Le *marché à terme* (3) est « l'instrument actuel de la spéculation à crédit sur valeurs ».

Mais, d'une part, il n'en est point *la seule forme ou tout au moins la seule forme pratique* : toute personne désireuse de spéculer à crédit sur valeurs peut s'en passer ; et, d'autre part, il n'en est point l'instrument exclusif : beaucoup d'actes, nullement aléatoires et nécessaires dans nos relations

(1) Art. de M. A. Raffalovich sur les progrès de la ville de Francfort, dans l'*Economiste français* du 20 juillet 1895.

(2) S. Schott, *Stock-Exchange*.

(3) Sur le rôle économique du marché à terme en valeurs, presque point de travaux dignes d'être cités ; voir cependant deux articles, inégalement bons, de M. Max Weber (*Deutsche Juristen Zeitung*, 1^{er} juin et 1^{er} juillet 1896) qui, partant des indications fournies par les experts devant la commission d'enquête, expose la « fonction technique du marché à terme » d'une façon vraiment heureuse qu'en ce qui concerne le trafic en valeurs et, les articles maintes fois cités de Michaelis, les comptes rendus sténographiés de l'interrogatoire des experts devant la commission d'enquête (*passim*), les décisions motivées de celle-ci p. 109 et s.

commerciales, ne peuvent se passer d'un trafic à *terme*, dont résultera bientôt, si les parties intéressées le veulent, un vrai trafic à *terme de bourse* ou un trafic si voisin que le technicien ne pourrait y saisir la moindre différence : les titres sont eux-mêmes si nettement fongibles, des formulaires identiques sont dès lors si faciles à établir que le passage du trafic à terme ordinaire au trafic à terme de bourse devient ici fort aisé ; d'ailleurs, l'utilité de conditions stéréotypées n'apparaît-elle pas surtout dans les circonstances que nous avons plus spécialement en vue, dans les relations internationales ?

Avant de dégager le rôle économique de la spéculation à crédit sur valeurs il nous faut insister sur la spéculation en la forme de marchés au comptant et sur les arbitrages, pour montrer, d'une part, l'inutilité d'une interdiction totale du marché à terme de bourse en valeurs et, d'autre part, dans une certaine mesure, l'impossibilité d'une telle interdiction.

Supposons qu'une loi vienne interdire les marchés à terme en valeurs, c'est-à-dire, refuse toute action en justice pour dettes nées de marchés à terme en valeurs : son but sera ou bien d'empêcher la spéculation avec des moyens insuffisants, c'est-à-dire, d'obliger toute personne à posséder effectivement les sommes nécessaires à l'achat des titres, ou bien d'empêcher la vente à découvert, parfois l'un et l'autre : en fait, ni l'un ni l'autre résultat ne sera forcément atteint.

En effet, on pourra toujours spéculer avec des moyens insuffisants : la combinaison, qui s'établirait probablement en système, serait des plus simples et ne pourrait tomber sous les coups d'une loi prohibitive, alors même que l'on voterait tout un ensemble de dispositions tendant ni plus, ni moins qu'à la suppression complète des transactions en valeurs ou plutôt à l'établissement de toute une classe énorme d'obligations naturelles ?

On n'a qu'à lier un prêt sur titres à une opération au

comptant (1) : une personne achète des valeurs au comptant, les donne en lombard, par deux contrats distincts ou faits avec la même personne peu importe.

Supposons tout d'abord que nous nous trouvions en face d'un *vrai lombard*, d'un vrai emprunt sur titre. Celui qui voudra spéculer achètera les valeurs au comptant avec la somme dont il disposera, les donnera ensuite en lombard ; puis, il en achètera d'autres, les donnera en lombard... continuant ainsi toute une série d'opérations de bourse et de banque jusqu'à une certaine limite fixée par l'intérêt des capitalistes prêteurs sur titres : ceux-ci voulant se trouver à l'abri de toute fluctuation ultérieure des cours ne donneront que 95, 90, 85 0/0 de la valeur actuelle des titres : le spéculateur perdra ainsi peu à peu une partie de ses forces, comme s'il était obligé de fournir une couverture ou un *déposit* à chaque opération ; d'ailleurs les sommes retenues, 5, 10, 15 0/0, ne seraient-elles pas calculées comme les *couvertures* ou *dépôts* d'après les fluctuations probables ou possibles des cours ? On ne peut pas ainsi spéculer à la baisse.

Supposons maintenant que nous nous trouvions en face de *lombards imparfaits* (*unechte*), c'est-à-dire, de prêts de titres et d'emprunts sur titres dans lesquels la propriété des titres est transportée au prêteur ou à l'emprunteur, qui peut en disposer à sa guise, quitte à rendre une quantité égale de titres identiques : la spéculation à la baisse et à découvert deviendra possible, sinon aisée. Si une personne ne refuse point de prêter sur titres de l'argent à un spéculateur à la hausse, mais impose comme condition le transfert de la propriété des titres, elle pourra, si elle le veut, spéculer à la baisse, vendre les titres de suite ou à la première circonstance favorable, pour racheter une quantité semblable de titres identiques au terme fixé dans le contrat ou auparavant, si elle le juge opportun. Une personne désireuse de spéculer à la baisse

(1) Ceci a été souvent indiqué par les experts de la commission d'enquête (v. not. *Material, Sten. Ber.*, p. 448) ; M. Max Weber (*Die technische Funktion*) a développé l'idée d'une façon heureuse.

peut, tout aussi bien, se faire *prêter* des titres, dont on lui transférera de suite la propriété, les vendre et attendre pour les racheter telle ou telle circonstance. Mais, dans ce dernier cas, le spéculateur devra avoir une solvabilité solidement établie ou donner des gages très sérieux, car la situation du prêteur de titres est très dangereuse ; remarquons aussi, avec le professeur Max Weber (1), que « le nombre des opérations possibles dépend alors de l'importance des provisions effectives de valeurs », ...si, toutefois, le trafic se fait pas plus ou moins à découvert à la suite d'ententes excluant tout transfert immédiat de propriété.

Abordons les hypothèses où le trafic à *terme* s'impose dans notre civilisation actuelle comme une absolue nécessité : nous avons en vue ici, d'une façon plus spéciale, *les arbitrages de place à place*, qui, comme nous l'avons dit, égalisent les cours en *comblant le manque avec le superflu* et grâce auxquels un marché peut payer aisément son solde débiteur d'un autre marché sans un déplacement d'espèces, qui pourrait amener une crise monétaire et aurait pour conséquence des fluctuations brusques et fréquentes du change, pour le plus grand préjudice du commerce et de l'industrie, au point, peut-être, de rendre nécessaire à un tout autre titre ce même marché à terme (2).

Il faut à la poste un certain temps pour transporter les titres ; ceux-ci, s'ils n'ont jamais été négociés que sur des places étrangères, ne portent point l'estampille imposée généralement par une loi fiscale, il faut encore un certain temps pour les faire marquer du timbre : on ne saurait fixer des limites trop étroites, des retards tout à fait involontaires sont fort possibles ! On devra accorder un délai de quinze jours, peut-être de vingt et un comme à Amsterdam, pour le trafic des valeurs négociées sur les différents marchés internatio-

(1) Die technische Funktion, *Deutsche Juristen Zeitung*, 1^{er} juin 1896.

(2) Le marché à terme sur valeurs ou sur le change permet à un négociant de s'assurer contre les fluctuations ultérieures du change, lorsque celui-ci a reçu par avance une commande par marché à livrer.

naux (1); le trafic à terme de bourse persistera alors dans ces limites; peut-on empêcher les personnes de contracter toutes sur le même nombre de valeurs ou leur multiple (25 litres: pourquoi pas un seul titre?), d'opérer toutes à une même échéance, de se référer toutes aux mêmes *conditions*! Alors surtout que le motif d'une telle exception serait de permettre les arbitrages, que facilitent, d'une façon très sensible les *contrats stéréotypés*.

Ainsi donc une suppression du marché à terme en valeurs serait plutôt inutile, et elle est, tout au moins dans une certaine mesure, impossible: arrivons-en à des notions qui ne sont plus simplement négatives, mais aussi moins nettes et plus indécises.

V

C'est aux *joueurs* (Don Josseph de la Vega), que nous devons le marché à terme de bourse en valeurs, comme c'est aux *parieurs*, que nous devons les marchés à primes: avec de simples marchés au comptant, le champ d'action était trop étroit, la fortune trop lente à venir; le marché à terme ordinaire fut utilisé par les spéculateurs d'Amsterdam qui lui donnèrent peu à peu la forme actuelle sans y ajouter quelque élément vraiment nouveau. Le sens originaire du marché à terme en valeurs était de briser un cadre naturel, insuffisant pour la spéculation: c'est là encore son seul et vrai sens, toutes les fois qu'il ne s'agit pas de relations internationales. Nous y verrions une sorte d'adaptation du marché à terme de bourse en marchandises à un nouveau milieu, si la technique de celui-ci ne s'était calquée sur celle de celui-là, tant le rôle économique du marché à terme de bourse en marchandises nous apparaît net et précis et le rôle économique du marché à terme de bourse en valeurs parfois assez voisin, mais jamais ni si étendu, ni si franchement dessiné.

(1) Sur ces opérations à 21 jours *per Comptant auf Lieferung*, v. Siegfried, *Salting's Börsenpapiere*, 4^e éd., p. 34.

C'est bien là une expression *démocratique* (1) ; le détenteur de capitaux insuffisants pour lever telle quantité de titres devient l'égal, réalise des bénéfices, supporte des pertes identiques à celles de quiconque en possède effectivement la même quantité ; mais il y a là une sorte de démocratie avant la démocratie dont nous trouvons de nombreuses traces dans le domaine économique et que l'on ne peut pas rattacher au courant démocratique de notre société contemporaine.

Le marché à terme n'est généralement pas nécessaire pour *fractionner les risques* ; et cependant supposons un émetteur qui n'a pas d'énormes capitaux ; celui-ci profitera de la faculté de vendre à terme pour ne pas s'exposer à quelque événement qui pourrait occasionner sa ruine.

Le marché à terme en valeurs est surtout la plus haute expression du trafic à crédit ; il en a les deux grands avantages : il rend toute erreur moins néfaste et toute réaction plus aisée. Ce n'est pas sans hésitations que le marché prend quelque direction nettement dessinée. Tout acte de spéculation n'a pas de suite une influence très sensible, aussi sensible que si on retirait ou rejetait de suite les titres sur le marché. L'erreur a moins d'importance. La vérité se fait jour plus lentement, sans perturbations, sans conséquences fort néfastes. La spéculation à la baisse devient très facile, empêchant les effondrements qui suivraient les campagnes de hausse.

Avec le seul marché au comptant, auquel on ne songerait à allier aucune opération de banque ou de bourse qui le dénaturerait plus ou moins complètement ou plutôt qui en dénaturerait l'effet, l'on ne peut spéculer qu'à la hausse : acheter, prendre livraison immédiate, puis attendre pour vendre une circonstance favorable ; pour que l'opération soit vraiment rémunératrice, il faut enchaîner un capital considérable ; nul *parachute* (Schmoller) contre l'emballement des haussiers ; toute opération est un lien très lourd pour les

(1) V. II^e partie, ch. III, n^o 9.

parties ; si les titres sont l'objet de transactions même assez suivies, une offre ou une demande considérable aura pour conséquence une fluctuation importante des cours ; tout homme malhonnête et disposant de forts capitaux sera maître du marché ; les émetteurs et les commissionnaires, intéressés au succès de telles valeurs, pourront attirer l'épargne en faussant les cours ; plus les transactions seront suivies, plus le *flottant* augmentera, risquant de transformer la valeur en *papier de jeu* (Spielpapier) (1).

Toutes les fois que les valeurs seront assez nombreuses pour alimenter un trafic à terme et que la spéculation interviendra, la forme de marchés à terme de bourse sera préférable, plus heureuse, ou..... moins malheureuse.

VI

Voyons diverses circonstances entre mille dans lesquelles le marché à terme offre des *facilités légitimes* au commerce.

Commençons par une hypothèse classique, d'une naïveté tout enfantine : une personne en voyage trouve une circonstance favorable pour céder les titres qu'elle a chez elle dans son coffre-fort ; pourquoi n'en profiterait-elle pas ? pourquoi ne vendrait-elle pas à terme (2), puisqu'un certain temps lui est nécessaire pour faire venir les titres ?

Une personne compte sur une rentrée importante ; pourquoi ne pourrait-elle point choisir par avance le moment favorable pour se procurer les valeurs, qu'elle désire (3) ?

(1) Sur le marché de New-York qui ignore tout trafic à terme, v. not. H. C. Emery, *Speculation on the Stock and Produce Exchange of the United States*, p. 77.

(2) Cette hypothèse n'est guère présentée que par ceux qui ignorent la technique du marché à terme : quelle personne, se trouvant par hasard en voyage, possède 25, 30 titres d'une certaine espèce, est prête à se dessaisir en bloc d'une telle quantité et rencontre une circonstance favorable pour les céder !

(3) *Beschlüsse und Berichte*, p. 413.

Une personne veut acheter ou vendre une quantité importante de certaines valeurs : sa demande ou son offre, surgissant tout à coup sur le marché, pourrait peser sur le trafic au comptant et amener une brusque hausse ou une brusque baisse qui lui serait préjudiciable. N'aura-t-elle point avantage à opérer à terme ? Son offre ou sa demande ne produira guère d'effets dans le trafic devenu énorme grâce à la spéculation. « Le marché à terme permet d'échelonner les opérations et d'en atténuer l'influence sur les cours (1). »

Si une *maison d'émission* (2) désire lancer un emprunt considérable, elle trouvera dans le marché à terme le plus puissant et souvent le plus légitime secours : le champ des personnes en mesure d'acquérir se trouvera sensiblement élargi ; la spéculation interviendra offrant le concours de ses capitaux, supportant les risques ; par des reports successifs habilement combinés, par des opérations au comptant et à terme, l'émetteur pourra *soutenir* les cours, d'une façon très loyale, bien qu'on en dise, s'il n'a réellement en vue que de lutter contre une défaillance passagère du marché : plus grande rapidité, moindre indécision, division des risques.

Empruntons enfin à M. Raphaël-Georges Levy un exemple plus complexe et intéressant : « Voici un banquier qui négocie avec une compagnie de chemins de fer pour acheter d'elle une certaine quantité de ses obligations, que nous supposons, comme c'est presque toujours le cas en France, garanties par l'Etat. Depuis le moment où le banquier aura signé avec la compagnie le traité d'achat jusqu'à celui où il aura revendu les titres à ses clients, il s'écoulera un temps plus

(1) *Eod. loc.*, p. 17.

(2) Indications : *Berichte und Beschlüsse*, p. 113 ; V. aussi *Jahresbericht der Kaufmannschaft von Berlin*, 1891, p. 93. Material, *Sten. Ber.*, p. 665. Nous ne sommes point complètement de l'avis de M. Hoschke (*Effektenterminhandel*, p. 108) en ce qui concerne tout au moins les forts emprunts : « Ceci (l'emploi du marché à terme) me paraît être de moindre importance, parce que je crois qu'il se trouverait même sans marché à terme des émetteurs qui feraient crédit à l'Etat jusqu'à ce que l'emprunt soit placé par la voie du marché au comptant. »

ou moins long, durant lequel le banquier courra tout le risque d'une baisse possible..... Or il est un moyen de s'assurer contre ce danger. La rente française est une créance sur le débiteur qui a garanti les obligations de la compagnie de chemins de fer, l'Etat français. Vendre de la rente (à terme) c'est donc, sous une autre forme, diminuer l'engagement contracté par l'achat des obligations..... Le banquier réaliserait du chef de la baisse de la rente française un profit qui viendrait compenser ou atténuer la perte résultant pour lui de la baisse des obligations (1). »

(1) La spéculation et la banque, *Revue des Deux-Mondes*, t. 418, p. 559.

CHAPITRE

LES OPÉRATIONS SUR MARCHANDISES ET SUR PRODUITS DANS LES BOURSES ALLEMANDES AVANT LEUR NOUVELLE RÉGLEMENTATION. — ROLE ÉCONOMIQUE DU MARCHÉ À TERME EN PRODUITS ET EN MARCHANDISES.

- I. — Les marchés effectifs en produits et en marchandises, objets d'un important trafic international : leurs principales formes ; leurs caractéristiques. — Le trafic à terme de bourse en marchandises et en produits : difficultés à surmonter pour établir un tel trafic ; technique sur les principales places allemandes. — De l'admission des produits et des marchandises au marché à terme sur les places allemandes.
- II. — La liquidation par filière : la liquidation centralisée de la bourse de Berlin ; nature juridique du règlement par filière d'après le droit allemand.
- III. — Le trafic des principales marchandises objets d'un marché à terme de bourse sur les places allemandes : les grains. — Histoire du commerce des grains en Allemagne : le marché à terme de bourse apparaît d'abord à Stettin ; les anciens marchés à livrer, les ventes par connaissements et enfin le marché à terme de bourse à Berlin. — Le trafic des grains sur les places de Berlin, de Duisbourg et de Mannheim. — Principales attaques contre le marché à terme en grains tel qu'il était organisé sur les places allemandes.
- IV. — (*suite*) Le café : le trafic avant 1881 ; l'introduction de la caisse de liquidation au Havre, ses conséquences ; nécessité pour Hambourg d'avoir un trafic à terme. — Résultats de l'introduction du marché à terme en café sur cette dernière place. — Les attaques contre le marché à terme en café.
- V. — (*suite*) Le trafic à terme en sucre à Magdebourg. — Le trafic à terme en spiritueux à Berlin et à Hambourg.
- VI. — (*suite*) Le trafic en peigné de laine à Leipsick. — Introduction du marché à terme à Anvers, conséquences ; introduction du marché à terme à Leipsick ; violente campagne contre le marché à terme en peigné. — Fonctions du marché à

terme en peigné ; arguments des adversaires et des partisans du marché à terme en peigné. — Le trafic en coton à Brême : les marchés pour embarquement à telle époque sur qualités moyennes ; les marchés à livrer.

VII. — Le trafic à livrer en salpêtre à Hambourg : sa nature particulière.

VIII. — Rôle économique du marché à terme de bourse en marchandises et en produits. — Histoire des arbitrages : l'envoi en consignation ; les marchés maritimes : le caf ; le marché à terme de bourse. — Exposé comparatif du rôle économique des marchés à terme de bourse et des marchés à terme ordinaires ou à livrer. — Un trafic trop étroitement lié à un déplacement ou à un transfert de la propriété de marchandises effectives ; ses inconvénients.

IX. — (*suite*) Le marché à terme de bourse en marchandises est une solution démocratique de différents problèmes. — Le marché à terme et les opérations à découvert. — Le marché à terme et l'égalisation des cours dans le temps. — Le marché à terme et l'égalisation des cours dans l'espace. — Le marché à terme institution d'assurance contre la fluctuation des cours. — Le marché à terme et le fractionnement des risques de la fluctuation des cours. — Conclusion.

I

C'était dans le trafic international des produits et des marchandises que l'on connaissait surtout et presque exclusivement, en pays allemands, la distinction entre *marchés effectifs* et *marchés à terme de bourse* (1).

Etaient généralement considérés comme marchés effectifs :

1° Les marchés *en disponible* (*in loco* ; parfois en Allemagne, plus souvent en Autriche *in prompter Waare*) dans lesquels les marchandises devaient être prêtes à livrer (2).

2° Les marchés en marchandises *chargées* sur terre (*rollend*) ou sur mer (*schimmend*), dans lesquels les marchandises

(1) Rudolf Sonndorfer, *Die Technik des Welthandels*, p. 10.

(2) Voir not. Bedingungen für den Berliner Mehlhandel, § 1 (*Handbuch der Produktenbörse*, p. 95).

devaient être actuellement remises à une compagnie de transports maritimes, fluviaux ou terrestres (1).

3° Les marchés *pour expédition à telle époque (auf Abladung)*, dans lesquels les marchandises devaient être remises dans un délai déterminé à un expéditeur (2).

4° Les marchés *à livrer (Lieferungsgeschäfte)*, dans lesquels le vendeur devait livrer dans une période déterminée (3).

Tout prenait dans ces marchés un caractère individuel plus ou moins nettement accentué (4) : la qualité répondait généralement à un échantillon déterminé (5) ; la quantité était fixée d'une façon particulière pour chaque contrat, et, à moins de convention contraire, les parties étaient tenues à recevoir et à livrer personnellement les marchandises (6).

Il n'en était point de même au cas de *marchés à terme de bourse* : les usances ou bordereaux des places fixaient alors, d'une façon plus ou moins précise, quelle qualité minima pouvait être livrée, ou bien renvoyaient au classement de telle société ou de tel comité directeur de bourse ; la quantité était généralement indiquée d'une façon précise, de telle sorte que l'on ne pouvait faire un *marché à terme de bourse*, que sur une quantité fixe ou sur un de ses multiples ; les époques de livraison étaient le plus souvent déterminées par

(1) *Eod. loc.*, art. 2.

(2) *Eod. loc.*, art. 3.

(3) *Eod. loc.*, art. 4.

(4) Sonndorfer généralise trop et distingue d'une façon trop absolue marchés effectifs et marchés à terme en les opposant trop nettement sur les divers points qui suivent.

(5) Le professeur Lexis dit fort bien dans l'art. Getreide II, Die Technik, de l'*Handwörterbuch der Staatswissenschaften* : « Dans les marchés effectifs, on peut naturellement s'étendre sur la qualité d'après échantillons spéciaux ou de n'importe quelle façon. »

(6) Le vendeur semble plus nettement tenu de livrer lui-même que l'acheteur de recevoir personnellement livraison : la raison en est fort simple : tout acheteur solvable paiera avec des espèces de caractère nettement fongible ; selon qu'il est plus ou moins de bonne foi, le vendeur livrera des marchandises de plus ou moins bonne qualité, bien que pouvant être livrées.

les usages ; le passage de mains en mains, non des marchandises elles-mêmes, mais de titres endossables annonçant l'arrivée des marchandises était de règle courante. Mais aucun de ces signes n'était à lui seul caractéristique ; c'était la réunion en un tout de ces divers éléments qui donnait au marché à terme de bourse une nature particulière, en facilitant les règlements différentiels et préparant le terrain pour un trafic à terme de bourse.

Mais avant de préciser la technique du marché à terme de bourse en produits et en marchandises sur les places allemandes, il nous faut insister sur les difficultés particulières qui se présentent toutes les fois que l'on veut établir un *marché à terme de bourse* en produits ou en marchandises. « Le point difficile pour tout marché à terme, disait excellemment le député Barth (1), c'est la fixation de ce que l'on appelle la qualité de livraison : cette qualité doit avoir une sorte de caractère moyen, sinon elle ne remplit pas son rôle ; elle doit aussi avoir un caractère qui soit extérieurement reconnaissable. » Il est également nécessaire qu'il s'agisse d'un article objet d'une grande production et d'une grande consommation. Précisons quelque peu ces indications très générales.

La fixation de types ou qualités trop élevées ou trop minimales, non seulement laisse place à des abus, à des *corners*, d'une part et de l'autre à de vraies tromperies, ainsi que nous le verrons, mais encore risque de donner comme expression de la situation du marché en telle marchandise l'expression de la situation du marché en telle qualité particulière de marchandises. Un trafic à terme doit être alimenté, les opérations ne peuvent point se faire indéfiniment sur la base des mêmes stocks ; or, l'alimentation du trafic, puis le retrait et la consommation des produits doivent avoir lieu d'une façon normale, ce qui ne serait point si les qualités choisies de marchandises étaient ou bien mauvaises, ou

(1) *Sten. Ber. der Sitzungen des Reichstages*, 30 avril 1896.

bien exceptionnellement bonnes. Il faut, autant que possible, que de vrais marchés effectifs viennent se greffer sur l'ensemble assez factice des opérations différentielles afin de vivifier le trafic : un sectionnement trop net entre le trafic effectif et le trafic à terme est toujours malheureux. Il faut également que les marchandises soient fongibles et que des signes extérieurs permettent de reconnaître quelle en est la qualité. Il est nécessaire qu'elles soient l'objet d'une grande production et d'une grande consommation ; sinon, un cadre aussi large ne saurait se comprendre : un trafic à livrer suffirait ; d'ailleurs, sa raison d'être est justement des besoins très généraux.

Les purs *marchés à terme de bourse* en marchandises se présentaient sur toutes les places allemandes sous des formes identiques, extrêmement voisines de celles des marchés à terme en valeurs : terme de livraison, quantité et conditions accessoires du contrat étaient indiqués par les usages ; la fixation de la qualité était seule l'objet de soins plus particuliers. Il faut remarquer cependant que la livraison devait avoir lieu non en un jour, mais dans un espace de temps déterminé : il y a quelques années encore, deux mois calendaires, actuellement un mois calendaire ; le nombre de kilos ou de litres sur lequel ou sur le multiple duquel on devait opérer était l'objet d'indications variables selon la nature de l'objet et selon les places : 50 tonnes, 5.000 kilogrammes, 10.000 litres...

La qualité était fixée d'une façon différente selon la nature des marchandises, les conditions économiques du trafic sur la place : elle devait correspondre à tel échantillon, ou bien à telle désignation générale. Pour le café, « les divers contrats de vente (faits avec la caisse de liquidation de Hambourg) devraient désigner, comme objet du marché, le café *good average santos* ». Chaque année, le comité directeur de l'*association des maisons prenant part au commerce du café* fixait les types des qualités livrables (1). Pour les spiritueux,

(1) Regulativ der Waaren Liquidations Kasse für Termingeschäfte in Kaffee, art. 4 (Jürgens, *Hamburgisches Börsen-Handbuch*, p. 158).

l'objet de l'opération était à Berlin « de l'alcool pur, bon, spiritueux brut extrait de pommes de terre », « Les spiritueux devaient être livrés avec une proportion moyenne d'alcool d'au moins 73 0/0 de leur poids (1) ». Pour les seigles, il s'agissait, sur le marché de Berlin, de marchandise « bonne, saine, sèche, sans goût de séchage au four et pesant en moyenne 712 grammes par litre » (2).

Les principales places de l'Allemagne avaient leurs *conditions* ou *usages* pour le trafic à terme en chaque espèce de marchandises ; ces *conditions* ou *usages* contenaient les diverses clauses du contrat : la qualité et la quantité que l'on pouvait livrer, la période de livraison, le mode de mise en circulation d'une ou de plusieurs filières, le mode de livraison, la façon dont seraient résolues les difficultés, s'il s'en présentait.

L'admission des marchandises à la cote à terme n'était pas généralement l'objet de longues enquêtes et de longs débats : les comités directeurs des bourses la prononçaient dès que le trafic paraissait suffisamment régulier pour permettre une fixation officielle des cours et suffisamment important pour la rendre utile ; l'introduction du marché à terme en café à Hambourg ne donna lieu qu'à des débats sans caractère officiel puisqu'il s'agissait d'un trafic et d'une cote privés ; l'introduction du marché à terme en peigné à Berlin fut l'objet de discussions auxquelles intervint le ministre de Prusse, tant qu'il s'agit de l'introduction à la bourse d'un tel marché, en vertu de son droit de haute surveillance.

II

Comme nous l'avons dit à maintes reprises, il est fort peu

(1) Berliner Bedingungen für den Handel in Spiritus auf Lieferung (*Handbuch der Produkten-Börse*, Januar, 1894, p. 41).

(2) Berliner Bedingungen für den Handel in Roggen auf Lieferung, art. 1 (*Handbuch der Produkten-Börse*, p. 7).

probable que le vendeur *à terme* livre lui-même et que l'acheteur prenne lui-même livraison. Tout un système de liquidation, destiné à éviter des pertes de temps, des transports inutiles et coûteux, apparaît, dès lors, non point comme une absolue nécessité, mais comme un complément naturel et important à la technique générale des marchés à terme de bourse en marchandises (1). Les places allemandes connaissent sous le nom de *Kündigung* ou de *Andienung* un moyen d'aboucher celui qui veut livrer effectivement (livreur) et celui qui veut prendre effectivement livraison (réceptionnaire). Ce moyen, qui porte en France le nom de *liquidation par filière*, est devenu une partie très importante de la technique du marché à terme : tous les marchés à terme finissent par la mise en circulation d'une filière (*Kündigungsschein*).

Les règlements pécuniaires ne nous préoccuperont point : les principes posés à propos de la liquidation des marchés à terme en valeurs trouvent ici leur application ; le *cours de liquidation* sera une base commune ; chaque personne payera ou recevra de ses contractants directement ou par l'intermédiaire d'une caisse centrale la différence entre les cours auxquels elle aura opéré et le *cours de liquidation*.

Un vendeur à terme, arrivé à une époque où il peut livrer et possédant les marchandises dont il est débiteur, remplit une *filière* ; celle-ci passe de mains en mains, reçoit des endos successifs jusqu'au moment où elle arrive entre les mains d'une personne décidée à prendre livraison des marchandises. *Livreur* et *réceptionnaire* se trouvent alors en présence, tandis que toutes les autres personnes, qui sont des chainons de la filière, ne se préoccupent que d'un règlement pécuniaire.

Deux points méritent de nous arrêter d'une façon plus spéciale : les systèmes de liquidation centrale propres aux marchés allemands ; la nature juridique du règlement par filière sur les marchés et selon le droit allemands.

(1) La mise en circulation d'un avis de livraison n'est pas exclusive de tout marché effectif (cf. usages de la place de Vienne).

A Berlin (1), toute personne, ayant vendu et étant disposée à livrer, pouvait, chaque jour, remplir un formulaire de filière (2) et le déposer en double au secrétariat de la bourse avant midi. A midi et demi, les diverses maisons, qui avaient des engagements expirant dans le mois courant, se réunissaient ou se faisaient représenter dans la salle d'annonces, et, sous la présidence d'une personne déléguée à cet effet (un membre de la commission des experts), la liquidation commençait par les marchés à terme en tel produit, pour continuer ensuite par les marchés à terme en tel autre. On appelait les personnes qui avaient contracté avec les émetteurs de filières. Répondaient-elles? De deux choses l'une, ou bien elles désignaient telles personnes comme ayant contracté avec elles et alors elles endossaient la filière à leur nom et un employé la transmettait à son nouveau destinataire, ou bien elles ne désignaient personne et la filière était

(1) Voir Kündigungsordnung (*Handbuch der Produkten-Börse*, p. 84).

(2) Berlin, le 1890.

A M...

Nous annonçons, par la présente, d'après les conditions de Berlin pour le commerce en blés à livrer et d'après le règlement d'annonce, les. . . . cinquante tonnes de blé. . . . à vous vendues pour le. . . .

De ce blé se trouve:

Environ tonnes.

Environ tonnes.

Le C^{ne}. . . . vient avec. . . . tonnes de blé de. . . .

Le C^{ne}. . . . vient avec. . . . tonnes de blé de. . . .

Vos dévoués

S'annoncer à notre bureau ou à la bourse pour voir ou enlever.

A M...

Vous serez renseigné par la présente d'ultérieurs endossements des 50 tonnes de blé.

A M.

De

A M.

De

A M.

De

A M.

De

arrêtée. Ne répondaient-elles point? le domestique les appelait par trois fois à l'intérieur de la bourse ; en cas de silence, la filière était arrêtée et celles-ci étaient considérées comme réceptionnaires.

Les endossements se succédaient jusqu'à l'arrêt de la filière.

Remarquons une disposition du dernier *règlement d'annonce* (art. 3, al. 3) : « toute maison doit... passer la filière sans retard ; au cas contraire, le délégué des experts est autorisé à interdire la mise en circulation de la filière ». C'était là un moyen de mettre terme à des manœuvres frauduleuses : en n'indiquant pas immédiatement sa contrepartie, toute personne détenant la filière pouvait laisser croire qu'elle voulait lever les marchandises, et mettre dans une position plus ou moins agréable sa contrepartie qui venait de faire quelque nouveau contrat en prévision d'une livraison ultérieure : ces manœuvres avaient pour conséquence d'ailleurs, durant les dernières minutes de la séance, un vrai *brouhaha* auquel on voulut mettre terme ; il arriva même à plusieurs commerçants de se voir passer la filière au moment de la cessation de la séance de liquidation, d'être forcés de prendre livraison, alors qu'ils avaient revendu la marchandise, et de perdre ainsi de trois à cinq cents marks !

L'*annonce à soi-même*, c'est-à-dire l'émission d'une filière au nom de son émetteur, qui peut être un acte légitime, notamment de la part des commissionnaires qui remplissent les filières le matin alors que leurs clients ne leur ont pas encore envoyé le nom de leur contrepartie (1), cache parfois une sorte d'agiotage ou un acte jetant le trouble dans la liquidation, afin de laisser à une personne la faculté de profiter de quelque circonstance favorable pour vendre sa marchandise en endossant la filière. En de telles circonstances, de nombreuses filières peuvent peser sur le marché sans le moindre motif et c'est avec raison qu'on les considère comme devant être interdites.

(1) M. Sobernheim (*privatim*).

On dit et répète souvent que toute filière est la *représentation effective de la marchandise*, un « billet de banque dont la propriété se transférerait par endossements ». Cette notion est indiscutablement exacte toutes les fois que la filière est bien un *titre de propriété* ou est accompagnée d'un tel titre et que l'intention des parties ne fait aucun doute : telle est bien là surtout la nature du règlement des marchés aux Etats-Unis d'Amérique (1). Tel n'est point encore le caractère du règlement par filière sur la majorité des places : le nombre des titres qui, ainsi que les connaissements transmettent la propriété des marchandises elles-mêmes (*Traditionspapiere*), augmente sans cesse, mais ne forme qu'une rare exception ; il faut joindre à cette observation générale d'ordre juridique une observation particulière d'ordre économique, « par suite de l'absence de forme, — surtout parce que le titre est émis par le propriétaire des marchandises sans le moindre contrôle — manquent, sur la qualité et la quantité, les garanties que comporte un système complet de warrants » (2).

Les *filières* ne sont, selon le droit allemand et les usages des places, que des *annonces de livraison* : la preuve nous en est fournie par les *conditions pour marchés à terme ou marchés à livrer du droit commercial* qui ne supposent un transfert de propriété que lorsqu'il y a eu livraison effectuée (3).

Il est bien certain, dès lors, que la mise en circulation d'une filière ne change point, en Allemagne, les relations de droit de tout acheteur ou vendeur vis-à-vis de sa contrepartie ; elle ne met l'émetteur de filière dans une nouvelle situation que vis-à-vis du réceptionnaire éventuel. Il ne peut y avoir ex-

(1) Leonard-A. Jones, *Law of pledges*, sect. 280 ; L. A. Bisbee and J.-C. Simonds, *The Board of trade and the Produce-Exchange*, Chicago, 1884, p. 235 ; General Rules of Chicago Board of trade, n° XXV : *Regular deliveries*.

(2) Schumacher, *Getreidebörse Amerika*, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, t. XI, p. 166.

(3) V. not. *Berliner Bedingungen für den Handel in Weizen auf Lieferung*, art. 9 (*Handbuch der Produktenbörse*, p. 4).

linction des obligations particulières de chaque personne vis-à-vis de son propre contractant que lorsque les choses sont mises en ordre entre émetteur et réceptionnaire (1).

III

Exposons brièvement l'histoire et la situation actuelle du commerce en chacune des principales marchandises qui étaient l'objet d'un trafic à terme sur les marchés allemands ; un tel récit sera riche en enseignements : il nous montrera d'une façon plus précise la situation du grand commerce au moment de la réforme des bourses, il sera l'introduction la plus intéressante à un exposé général sur le rôle économique du *marché à terme de bourse* en marchandises. Comme la technique actuelle du grand commerce s'est développée en Allemagne à une époque récente et que les négociants ont fourni devant la commission d'enquête sur la bourse et ont pu nous fournir de riches renseignements, nous espérons sortir, en quelque mesure, de ces exposés vagues où guide la raison plus que des faits certains ; comme la nature de chaque marchandise, ses conditions de production... sont essentiellement différentes et que toutes les moindres circonstances jouent un rôle dans le développement de la technique du commerce, nous ne nous contenterons point de quelque résumé général, de quelques observations d'ensemble, nous prendrons successivement le trafic en grains, en café, en sucre, en spiritueux, en peigné de laine et en coton ; et nous chercherons à montrer quelles sont les relations des besoins permanents ou momentanés avec les formes choisies pour les contrats.

(1) Ce point est très exactement indiqué dans Ed. Jacobson, *Terminhandel in Waaren* (tr. all.), p. 29. — Il ne resterait plus qu'à savoir si la remise d'une quittance acquittée a un effet novatoire ou n'est qu'un acquit sous condition résolutoire que le vendeur recevra finalement son paiement. En ce qui concerne le droit allemand, nous soutenons la seconde de ces deux solutions.

Les diverses contrées de l'Allemagne n'ont jamais produit une quantité de grains (1) en rapport avec la densité de leur population ; l'écart s'accroît de jour en jour avec le développement de l'industrie dans les pays rhénans où les manufactures augmentent sans cesse. Il fallut donc, depuis longtemps, d'une part s'éloigner, d'autre part attirer une certaine quantité de grains. Mais tandis qu'avant 1860, le superflu des provinces orientales était suffisant pour permettre à celles-ci d'exporter une quantité supérieure à celle que les provinces et les États occidentaux devaient importer, l'Allemagne est devenue, depuis lors, un pays dont l'étranger doit couvrir des besoins toujours plus sensibles.

Ce changement dans la situation économique du pays eut de nombreuses conséquences au point de vue commercial : une d'entre elles doit être citée dès maintenant ; c'est un certain déplacement des centres importants dans le trafic des grains (2). Tandis qu'originellement tout ce qui était produit et ne pouvait être consommé sur place gagnait un des ports les plus prochains de la Baltique ou même de la mer du Nord, où affluait la demande des pays importeurs, Königsberg, Dantzig, Stettin et Hambourg ont sans cesse perdu de leur importance primitive. Berlin, où la consommation augmentait avec une augmentation prodigieuse de sa population, devint, grâce à sa situation, grâce à un énorme réseau de chemins de fer convergeant vers elle, grâce aussi à l'importance relative des capitaux dont elle pouvait disposer, le centre du commerce allemand en grains et une place d'une grande importance internationale dans le trafic des seigles. Dantzig et Königsberg ne furent plus que des

(1) Material, *Sten. Ber.*, *passim* ; K. Wiedenfeld, *Der deutsche Getreidehandel*, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. VII et t. VIII ; v. aussi Meyer, *Bericht über Weizen Roggen-und Spiritushandel von 1857 bis 1881*, annuel depuis 1882 et K. Wiedenfeld, art. *Getreidehandel* (in Deutschland) dans le 1^{er} sup. de l'*Handwörterbuch der Staatswissenschaften*.

(2) C. J. Fuchs, *Der englische Getreidehandel*, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, II^e série, t. XX, p. 16.

ports de transit pour les grains russes qui gagnaient l'Angleterre (1); diverses lignes de chemins de fer, que l'on vient de construire en Russie et qui établissent des relations directes avec des ports nationaux, leur ont déjà porté atteinte; Hambourg et même Stettin devinrent des places de transit, bien que cette dernière eût conservé un certain trafic à terme de bourse. Duisbourg et surtout Mannheim jouèrent un rôle important dans le trafic effectif au nord et au sud de Bingen.

Vers 1830, les négociants des places allemandes d'exportation achetaient les grains aux propriétaires fonciers et aux commerçants de l'intérieur du pays, soit en disponible, soit à livrer; dans ce dernier cas, ils opéraient généralement sur échantillons et l'expédition avait lieu au printemps ou à l'automne, lorsque la navigation rendait tout transport fluvial assez aisé et sensiblement moins coûteux. Peu à peu se développèrent diverses clauses de contrats répondant aux nécessités de chaque commerce et à la situation de chaque marché: ces clauses finirent par former un ensemble assez homogène; en 1832, les bordereaux des commerçants de Stettin résumèrent les principales conditions auxquelles ceux-ci soumettaient la conclusion de leurs marchés à livrer (2): le marché à terme de bourse naquit le jour où ces bordereaux *embryonnaires* continrent les clauses du contrat expressément formulées et nettement fixées. Un trafic à terme de bourse se développa sur cette base. Dantzig, Hambourg et Königsberg eurent aussi, vers la même époque, un trafic à terme de bourse issu lentement d'un trafic à livrer.

Berlin n'avait guère alors qu'une importance locale; le trafic, qui, certains jours de la semaine, s'y concentrait sur le Gensdarmenmarkt, avait lieu sur des bases extrêmement

(1) K. Wiedenfeld, *Getreidehandel, Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. VI, p. 163.

(2) En 1832, apparut à Stettin le marché à terme en seigle, avoine, huile d'œillette et spiritueux, en 1833 en blé, en 1834 en orge (cf. E. T., *Kreuzzug wider den Terminhandel*, p. 21; *Material, Sten. Ber.*, p. 2305).

rudimentaires : l'offre et la demande, qui se rapportaient aux seules marchandises présentes, ne faisaient point merveille (1).

Comme les envois inopinés de marchandises avaient pour conséquences des pertes fort sensibles et que les commerçants en grains de Berlin acceptèrent de s'exposer, dans des conditions probablement avantageuses, à la fluctuation des cours et à une baisse possible, le trafic sortit de ses bases étroites et il se développa tout un commerce sur connaissances, sur lequel on doit des renseignements fort intéressants à M. Siegfried Sobernheim (2) et dont nous avons retrouvé des traces dans les archives des Anciens de la corporation des marchands de Berlin (3).

Les grains étaient achetés, généralement sur désignations générales, à un prix déterminé ; ils seraient livrés au printemps ; leur embarquement devait avoir lieu au plus tard fin avril. Ce qui est très spécialement curieux c'est que les parties ne parlaient point d'un *connaissance* ordinaire, contenant l'indication de tel navire déterminé, mais d'un *connaissance par navire complètement indéterminé* : pourvu qu'à l'époque fixée la marchandise fût embarquée, le commerçant de Berlin ne pouvait se plaindre (4). Des *arrhes*, représentant environ un quart du prix d'achat, étaient remis par l'acheteur au vendeur : si c'était un symbole de l'engagement des parties, c'était surtout une avance, destinée à couvrir les commerçants de la province contre toute fluctuation ultérieure des cours et contre la faillite possible des commerçants berlinois, et à leur permettre de faire eux-mêmes une avance aux paysans avec lesquels ils traitaient.

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 2284.

(2) *Eod. loc.*, p. 2284. M. S. Sobernheim a bien voulu nous confirmer ses dires et nous fournir des explications sur plusieurs points qui nous paraissaient obscurs.

(3) Notam. Cote U 3 : traces tardives d'un trafic sur *connaissance* en avoine.

(4) Le bordereau contenait les mentions suivantes : « ... l'expédition du... a lieu... et la livraison du *connaissance* depuis le... tous les jours au choix du vendeur... »

Cette nouvelle forme de contrat eut pour les commerçants berlinois de nombreux inconvénients : les tribunaux prussiens ne reconnaissaient aucun lien de droit entre les expéditeurs et les cessionnaires des connaissements ; les expéditeurs abusèrent de la situation qui leur fut ainsi faite : après avoir touché des arrhes, ils n'expédièrent point les grains vendus ; les navires, envoyés tardivement, restèrent en route par suite de la sécheresse.

Aussitôt que le développement des chemins de fer eut rendu les commerçants berlinois plus indépendants des commerçants et expéditeurs des provinces prussiennes, ceux-là refusèrent de donner des arrhes ; ils ne voulurent plus qu'échanger des bordereaux. Le trafic à livrer se fit bientôt sur la base de conditions identiques ; ces conditions reflétaient l'intime liaison d'un marché à terme à forme stéréotypée avec un trafic effectif ou, pour être plus exact, montraient bien qu'une telle distinction était encore impossible à faire. Les bordereaux contenaient l'indication de la quantité (généralement 1250 scheffels), de la densité (80 livres prussiennes par scheffel), de l'époque (printemps, automne), et du lieu de livraison, et enfin une clause d'exécution forcée.

Sur cette base ne se développa, tout d'abord, qu'un trafic effectif ; ce ne fut que vers 1853-1855 qu'un vrai trafic différentiel apparut, à la suite, probablement, de mauvaises récoltes et des hésitations qui surviennent toujours en de telles circonstances (1).

Avant le 1^{er} janvier 1897, le trafic à terme de bourse en grains était, à Berlin, tout à la fois une institution d'assurance et une grande institution de spéculation.

Les importateurs de la capitale ou de la province, peu désireux de courir les risques de la fluctuation des cours, pouvaient s'assurer un prix en vendant à terme : ils se décidaient parfois à livrer effectivement les grains importés ; ils se

(1) M. Gustave Cohn nous dit qu'« un marché à terme solidement établi avec cote régulière ne s'est pas développé sur le marché berlinois beaucoup avant 1850 » (*Zeitschrift des kg. preussischen Bureaus*, 1860, p. 20).

couvraient généralement par quelques marchés à terme, semblables et inverses. Les meuniers ou plutôt les grands moulins pouvaient, grâce au marché à terme, travailler à façon : acheter des grains en disponible ou à terme, pour revendre de la farine à un terme plus éloigné ; il n'y avait alors, presque toujours, que l'assurance d'un prix parallèle à un marché à terme effectif, à un *marché à livrer du droit commercial*. Les grands meuniers presque seuls pouvaient s'approvisionner sur le trafic à terme parce qu'ils trouvaient immédiatement une circonstance favorable pour faire un mélange d'où résulterait de la farine de boulangerie. La demande des boulangers et des commerçants en farines effectives ne vient point avec une périodicité réglée mathématiquement, parce que beaucoup de ceux-ci spéculent, attendent un bénéfice d'un achat en un moment de baisse ; dès lors, les grands meuniers ne pouvaient travailler d'une façon suivie, à la fois sans dommage et sans arrêt, que grâce au marché à terme.

Mais le marché berlinois en grains était devenu surtout une grande institution de spéculation : beaucoup de spéculateurs sur différences, qui faisaient des opérations généralement fort légitimes, mais se livraient aussi parfois à l'agiotage ; de très nombreux joueurs : ceux-ci formaient une très grande partie des personnes qui couvraient les commerçants en marchandises effectives contre les fluctuations de prix : « c'était un vrai plaisir d'opérer à terme à Berlin », nous disait un jour un des plus notables commerçants en grains du continent, « on était sûr de trouver une contrepartie dans des conditions favorables lors du changement des prévisions : tous les joueurs qui assaillaient le marché permettaient de se couvrir aux anciennes conditions alors que tel mouvement était déjà dessiné sur beaucoup d'autres marchés ». Du nombre des joueurs, il y avait des agriculteurs, ni autant que les commerçants ne le prétendent souvent, ni aussi peu que ne le disent les agriculteurs eux-mêmes ; c'était là, pour les paysans, qui ne pouvaient conserver dans leurs

granges de fortes quantités de grains, un moyen de gagner ce qu'ils perdaient en vendant leur moisson au moment où le marché était opprimé par de nombreuses offres (1) ! Des personnes de toutes les classes de la société jouèrent à Berlin sur le seigle et le blé : bien que les commerçants de cette place nous aient toujours masqué ce qui pouvait nous laisser y croire, nous avons eu, maintes fois, des preuves fort sensibles de la violence de ce mal ; et ce ne sont pas des membres du comité directeur de la *fédération des agriculteurs* qui nous ont seuls ouvert les yeux !

Les places importantes des pays rhénans ont toujours été en relations plus immédiates avec les places étrangères qu'avec Berlin et les places de la Prusse orientale. Avec la nécessité d'importer sans cesse, cette tendance n'a pu que s'accroître.

Les notables commerçants en grains et meuniers de Duisbourg et de ses environs et surtout la très importante maison Heuser se tenaient en relations directes avec les pays exporteurs et en faisaient venir les grains nécessaires selon la situation actuelle des différents marchés : la production de la Westphalie septentrionale, des contrées environnant Munster ne pouvait avoir une grande influence sur les marchés du bassin de la Ruhr, d'Elberfeld et de Cologne. Le marché à terme de bourse paraissait n'être employé que pour des actes de spéculation ou, lorsqu'il s'agissait de places étrangères, pour l'achat de produits ; les commerçants n'étaient point toujours fort soucieux de se servir du marché à terme comme d'une institution d'assurance contre la fluctuation des cours ; car une telle assurance revenait fort cher par suite des droits de provision ; ils trouvaient d'ailleurs dans leurs relations quotidiennes un moyen d'arriver, en partie, à un tel résultat : ils vendaient par cafs des marchandises embarquées et, plus souvent, faisaient des marchés à livrer ; l'engrenage des affaires quotidiennes semblait fournir dans

(1) Le professeur Conrad a prouvé l'inexactitude de cette croyance.

une assez large mesure le rôle de couverture. D'ailleurs les commerçants de cette contrée ne refusent pas, par principe, d'utiliser le marché à terme toutes les fois qu'ils y trouvent de vrais avantages (1). Il n'y a pas, comme le disent couramment les commerçants berlinois, une vraie contradiction entre cette conduite et l'opposition acharnée de quelques commerçants rhénans contre le marché à terme tel qu'il fonctionnait à Berlin. Nous ne voulons point dire que ni la jalousie, ni le désir d'une décentralisation qui rendrait le contrôle des clients singulièrement plus difficile, n'eurent point une influence quelconque sur l'esprit des adversaires du marché berlinois ; et cependant nous croyons que ce n'est point sans raisons que le sectionnement net entre le trafic effectif et le trafic à terme ait pu paraître malheureux et laisser place à des abus.

Mannheim a une très grande importance dans le trafic des grains ; c'est elle qui approvisionne une très grande partie de l'Allemagne du Sud et de l'Alsace et généralement la Suisse : les bateaux remontent le Rhin sans grands frais jusqu'à son port ou jusqu'à Ludwigshafen ; le froment y est l'objet du plus notable trafic. Le marché à terme de bourse, qu'on chercha à y établir en 1888, ne put s'acclimater dans ce milieu composé exclusivement de commerçants en marchandises effectives : il manqua un poids et un contrepoids ; les acheteurs faisaient défaut par la force même des choses et par suite aussi du constant courant de baisse ; les vendeurs au contraire étaient nombreux ! (2).

Munich avait conservé ses anciennes formes de trafic : point

(1) Il paraît difficile de leur reprocher d'user du marché à terme qu'ils attaquent : les déclarations de M. Heuser ont été assez franches devant la commission d'enquête où il demandait un marché à terme sur types différents, comme elles l'ont d'ailleurs été dans son entretien avec nous. Quant aux commerçants en grains effectifs de Brême, dont il fut question devant le Reichstag, nous croirions plutôt à une opposition intéressée.

(2) Un mot de très spéciale et cordiale reconnaissance à M. Oscar Hirsch, de la grande maison de Mannheim.

de bordereaux, ni d'écrits, dans les relations courantes : une simple mention sur le sac d'échantillons suffisait.

La plainte la plus sérieuse des commerçants en marchandises effectives des places de moindre importance et de la majorité des meuniers contre le trafic à terme de bourse en grains tel qu'il avait lieu à Berlin, a été bien résumée par un très notable meunier de Hammeln (1); elle mérite une attention plus spéciale, parce que l'on ne peut en nier la gravité et qu'elle fera mieux saisir ce qu'il y a d'artificiel dans le trafic à terme tel qu'on le comprend encore sur la majorité des marchés. Quel commerçant, quel meunier voudrait acheter du seigle ou du blé, sans en connaître avec exactitude la provenance et l'espèce, ces deux bases les plus importantes et les seules très notables lorsqu'il s'agit de la qualité des grains? Dès lors, comment utiliser le trafic à terme? Dans les *conditions* des places ne manque-t-il pas les deux désignations caractéristiques? Tandis que les désignations actuelles étaient suffisantes lorsque les grains étrangers étaient inconnus ou presque inconnus en Allemagne, elles laissent maintenant la plus large place à la malhonnêteté; les spéculateurs à la baisse peuvent attirer des grains de toutes les parties du monde et en opprimer le marché.

« Il est très regrettable que le marché à terme de bourse avilisse la qualité et que cette mauvaise qualité que l'on peut livrer fixe à la bourse le prix des bons grains nationaux : le paysan croit les journaux et obtient pour ses bonnes céréales le prix fixé pour les mauvais produits livrables à Berlin..... Le petit homme ne peut savoir que les bons grains valent 5, 6, 10 marks de plus que celui qui est livré à terme » : c'est ainsi qu'un membre agrarien du Reichstag résumait un des principaux arguments de la campagne contre le marché à terme en grains (2).

(1) Zum Börsenzeithandel mit Getreide, article de M. Meyer dans la *Kölnische Zeitung* du 7 octobre 1895, n° 863.

(2) Discours de M. Schwarze dans la séance du 30 avril 1896 (*Stenographische Berichte der Sitzungen des Reichstages*).

La critique, qu'a faite M. Meyer, du marché à terme en grains tel qu'il fonctionnait sur le marché de Berlin et les autres marchés allemands, mérite une attention toute spéciale parce qu'elle contient un élément certain de vérité : nous en reparlerons à propos de la réforme du commerce des grains.

Il était vrai, comme l'a dit M. Schwarze d'une façon cependant trop absolue, que beaucoup d'agriculteurs se figuraient encore que le cours du terme fixait le prix de toutes les qualités de marchandises (1). Ce qu'il y avait de plus simple, c'était de prévenir la campagne par la voie de la presse en des articles nets et clairs !

IV

Jusque vers 1865, les commerçants des pays de production avaient coutume d'envoyer leur café (2) en consignation sur quelque place importante des pays de consommation, où se faisaient à époques fixes des ventes aux enchères.

Avec le développement des relations entre pays de production et pays de consommation, un changement important se produisit dans le trafic international ; les commerçants européens, au lieu d'attendre l'arrivée des marchandises, les achetèrent avant ou dès leur embarquement ; il se produisit

(1) Nous croyons cette plainte exacte ; le député de Gniwosz se faisait l'interprète de plaintes semblables devant la commission autrichienne (*Stenographisches Protokoll der Expertise über den Terminhandel in Getreide*, p. 35).

(2) Material, *Sten. Ber.*, *passim* ; *Denkschrift der Handelskammer in Hamburg über den Kaffeeterminhandel* ; *Jahresberichte der Handelskammer in Hamburg* ; *Hamburger Handel in Jahre.... herausgegeben auf Veranlassung der Handelskammer in Hamburg* (publication périodique, différente de la précédente, bien que M. Bayerdörffer ne s'en doute point) ; *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1889, nos 1 et 5 ; A. Brougier, *Der Kaffee, dessen Kultur und Handel mit einem Anhang* (de M. Wilhelm) *über den Terminhandel in Kaffeegeschäft* ; surtout Bayerdörffer, *Der Kaffeeterminhandel* (*Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. I) ; W. Tapolski, *Der Kaffeeterminhandel*, Hamburg, 1896 ; van Gülpen, *Terminhandel und Børse*, Berlin, 1896.

aussi, sur certaines places, un vrai mouvement de décentralisation : les commerçants de l'intérieur des pays d'importation se mirent en relations directes avec les exporteurs afin d'éviter les frais d'emmagasiner, ceux d'enchères et les provisions des commissionnaires des places maritimes ; les grands marchés, tels que Hambourg (1), en reçurent une sérieuse atteinte ; le trafic des commerçants de la place elle-même y diminua, tandis que le transit y augmenta dans des proportions sensibles. Un important trafic en marchandises à embarquer ou embarquées et un important trafic à livrer en furent les conséquences.

En 1880, New-York établit un vrai trafic à terme de bourse en Rio ; en 1881, le Havre réglementa d'une façon nouvelle le marché à terme en Santos (2). Les commerçants en café du Havre prirent, à la suite d'excellentes récoltes et en prévision de mauvaises, une position très accentuée à la hausse ; ils firent des provisions considérables, qui atteignirent même quatorze cent mille balles. Les importateurs n'eurent bientôt plus de fonds disponibles ; et il leur fallait attendre. D'où pourrait-on obtenir l'argent nécessaire ? Personne n'était disposé, en de telles circonstances, à faire crédit sans garanties réelles ; or le prêt sur gage ou warrant n'était pas de nature à attirer les capitalistes et les spéculateurs ignorant les différences de qualités et, comme l'avenir apparaissait très incertain, il fallait non seulement surmonter l'obstacle provenant de l'*individualité* de chaque lot de café, mais trouver un moyen d'atténuer les risques des capitalistes. Une réglementation nouvelle du marché à terme,

(1) Ce point a été contesté, en ce qui concerne tout au moins le Havre, par un notable négociant de cette place ; en ce qui concerne les marchés allemands, c'est là cependant l'opinion de M. Brougier, de l'importante maison *Kathreiner's Nachfolger* de Munich (*Der Kaffee*, p. 43), c'est aussi ce que prouveraient les statistiques publiées par M. Van Gülpen (*Terminhandel und Børse*, p. 64) ; transit à Hambourg en 1875 : 44,2 0/0, en 1881 : 52, 30/0 de l'importation totale.

(2) *Material, Sten. Ber.*, p. 2070 et s. ; cet exposé n'est pas très rigoureusement exact.

intimement liée à la création d'une *caisse de liquidation*, fut considérée comme le meilleur remède à un tel état de choses. En effet, les détenteurs de capitaux, banquiers ou simples particuliers intervinrent, sans avoir à craindre l'insolvabilité de leurs contreparties ; ils achetèrent en disponible pour revendre à terme ; les reports se développèrent : la crise fut conjurée ; les importeurs eurent sans abandonner définitivement leurs provisions ou en les abandonnant à bons prix, l'argent qui leur était nécessaire.

Dès ce moment, le marché du Havre joua un rôle sans cesse plus important dans le trafic du café. Durant tout au moins les premières années, ses importations augmentèrent aux dépens des autres places françaises, bien que quelques-unes d'entre elles aient fondé également une *caisse de liquidation* (1). Plusieurs places étrangères et notamment celle de Hambourg en reçurent aussi une sérieuse atteinte : « le Havre, grâce à son marché à terme peut attirer à lui de plus grandes quantités de cafés, car il est dans la nature des choses, qu'un fort marché à terme a besoin de stocks importants pour lui servir de base, et où ceux-ci se trouvent réunis, vont le trafic effectif et les commandes » (2). La statistique des importations françaises en Allemagne de 1878 à 1886 nous en fournit une première preuve ; une preuve sensiblement plus nette nous est fournie par la statistique des importations françaises en Allemagne, durant 1887 et 1888 (3) ; il est aussi fort probable que les commerçants en café de Hambourg furent, après l'introduction de la caisse de liquidation et le développement du trafic à terme au Havre, fortement atteints dans les importations qu'ils ména-

(1) D'après les tableaux généraux du commerce de la France publiés par la direction des douanes, l'importation du Havre qui représentait, en 1880, 55,9 0/0 de l'importation totale de notre pays, en représentait en 1887, 76,6/0.

(2) *Denkschrift der Handelskammer*, p. 2.

(3) *Ibid. loc.*, p. 9 : tableau de l'importation du café dans le trafic libre

geaient des pays de production dans les Etats du Nord-Est et de l'Est de l'Europe (1).

Un trafic sur connaissements ne pouvait tenir lieu de *marché à terme de bourse* bien que les contreparties fussent aisées à trouver ; un trafic à livrer de quelque importance, sous la forme notamment de marchés pour embarquement à telle époque, laissait bien la faculté de spéculer à la baisse : cependant les engagements n'en paraissaient pas moins très lourds ; chaque contrat avait une certaine individualité ; les commerçants ne se sentaient pas très libres dans leurs mouvements ; ils couraient aussi les risques de l'insolvabilité de leurs contreparties.

Les commerçants de Hambourg hésitèrent longtemps avant de se décider à introduire le marché à terme en café sur leur place : ils craignaient « l'insécurité résultant de la spéculation et un certain trouble » ; beaucoup ne voulaient point *briser avec leurs vieilles habitudes*. Le désir de ne plus payer de provisions sur une place étrangère, de reprendre le premier rang parmi les marchés en cafés, de lutter contre la

du territoire douanier :

	venant de Hambourg	venant de France
	0/0	0/0
1878	37,5	0,7
1879	36,6	0,5
1880	32,9	0,5
1881	37,2	1,2
1882	37,9	1,2
1883	37,7	2,4
1884	33,3	7,2
1885	34,5	8,4
1886	36,0	8,9
1887	39,6	6,1
1888	41,0	4,3

(1) V. *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1889, p. 57. — Aucune statistique ne peut être invoquée pour le prouver ; alors même que l'importation du café en Suède ou Norvège aurait été ménagée par une maison française, le café serait toujours venu à Hambourg pour être dirigé ensuite sur son port de destination (Bergen, Gætheborg....) ; les conditions de crédit apparaissent tout autres avec le marché à terme et favorisaient le Havre et toute personne opérant à terme au Havre.

décentralisation croissante, de ne point devenir un *simple port d'expédition*, finit par triompher de ces craintes. « On ne se refusait pas à reconnaître les inconvénients qui résulteraient pour le trafic effectif de l'introduction du marché à terme ; mais les avantages dépassaient trop les désavantages ; on devrait donc détourner les yeux des abus qu'une telle sorte de contrats amène forcément avec elle » (1).

En 1887, l'association des commerçants en café fut fondée « pour défendre les intérêts du commerce en café, en réalité pour introduire le marché à terme » (2) ; au mois de juin de la même année, une *caisse de liquidation*, instituée sur le même modèle que celle du Havre, commença à fonctionner : le marché à terme en café était introduit sur la place de Hambourg.

Dès 1888, les rapports annuels de nombreuses Chambres de commerce contiennent des protestations contre le nouveau mode de trafic ; on s'écriait : « tout le commerce du café a perdu son solide caractère ; les joueurs faussent les relations de l'offre et de la demande (3) ». Depuis lors les protestations d'un certain nombre de commerçants en café effectif n'ont point cessé ; les directeurs des maisons *Kathreiner's Nachfolger* et *Leusing et van Gülpen* firent signer une *pétition en masse* ; actuellement, les protestations de M. van Gülpen (4) dominent toutes les autres, pressantes et aiguës, tandis que beaucoup d'anciens adversaires du marché à terme en café se tiennent dans une passive hostilité.

Voyons le rôle que joue actuellement en Allemagne le marché à terme en café ; puis, nous écouterons les plaintes de M. van Gülpen et de quelques autres adversaires du marché

(1) *Hamburger Handel im Jahre 1887, herausgegeben auf Veranlassung der Handelskammer*, p. 95.

(2) *Material, Sten. Ber.*, p. 2070.

(3) Cf. lettre du ministre du commerce et de l'industrie aux chambres de commerce prussiennes (17 décembre 1888). V. *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1889, n. 1.

(4) V. surtout *Terminhandel und Børse*, des articles dans le *Coloniale Waarenzeitung*, puis diverses publications : *Waarenwechsel, Kaffee...*

à terme en café et les réponses des Hambourgeois ; nous verrons enfin les vraies conséquences de l'introduction à Hambourg du marché à terme.

Le marché à terme en café est utile surtout aux détenteurs de marchandises effectives qui ne peuvent ou ne veulent en disposer de suite : il s'agit alors, très souvent, d'un importeur qui a acheté du café, actuellement en pays de production ou bien en mer, et qui trouve les dangers de baisse trop grands, ou ne veut courir les risques d'une baisse possible ; il s'agit aussi, fréquemment, de commerçants de Hambourg ou de telle autre place régionale, qui détiennent, dans leurs magasins, des quantités considérables de cafés ; le marché à terme leur permet d'assurer leurs stocks contre la fluctuation des cours. Le marché à terme en café n'était pas seulement une institution d'assurance, c'était aussi et surtout une institution de spéculation : toute personne qui considérait le cours actuel du terme comme une source de bénéfices éventuels achetait ou vendait : les commerçants eux-mêmes opéraient à terme ; des spéculateurs respectables intervenaient aussi en grand nombre ; les joueurs affluaient toutes les fois que l'on prévoyait plus ou moins nettement quelque baisse ou quelque hausse sensible et accentuaient souvent, de la façon la plus néfaste, tel mouvement passager.

Le marché à terme en café donne aux transactions une base très instable, disent ses adversaires ; ce ne sont plus *les prévisions et les besoins* qui déterminent les prix, mais la spéculation. Lorsqu'aujourd'hui je veux acheter du café, je ne me demande pas : « ai-je une grande ou une petite récolte devant moi ? La seule question que je me pose est la suivante : Y a-t-il un syndicat dans l'air ? le syndicat est-il à la hausse ou à la baisse » ? (1).

Autrefois on avait « de fortes fluctuations que les commerçants pouvaient suivre et qui avaient lieu clairement, nettement devant leurs yeux. Nous savions une année à l'avance

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 2065.

si, au Brésil, poussait beaucoup ou peu de café et nous pouvions tous alors suivre les fluctuations » (1).

La caisse de liquidation, avec les facilités qu'elle accorde, attire les joueurs, ces éléments impurs, qui faussent les relations de l'offre et de la demande (2).

Les qualités produites deviennent sans cesse pires par suite du marché à terme : « le pur spéculateur gâte les marchandises (3) : sans marché à terme, le Brésil ne pourrait pas écouler ces masses de marchandises »... « en fait, d'une qualité qui doit faire reculer tout commerçant devant la perspective de couvrir ses besoins sur le marché à terme avec l'intention de prendre livraison ».

La publication de cours à terme a transformé un grand nombre d'épiciers en spéculateurs ; ceux-ci voient-ils dans les journaux, qu'ils lisent, que tel mouvement de hausse s'accroît, ils s'empressent d'acheter ; le courant se dessine-t-il vers la baisse, ils refusent toutes les offres à moins de nécessité absolue : et cependant, il ne s'agit souvent que de fluctuations passagères, de réactions trop vives, de situations à régler (4).

On peut répondre à ces attaques, lorsque l'on est défenseur convaincu du marché à terme (5), que la spéculation dirige effectivement les cours dans une large mesure, et que tel est bien son rôle économique.

Les joueurs se sont maintes fois jetés sur le café avant l'introduction du marché à terme. Ouvrons un livre quelconque rapportant les événements de mai à juillet 1869 : on

(1) *Eod. loc.*, p. 2064.

(2) Van Gülpen, *Terminhandel und Börse*, p. 25.

(3) V. surtout lettre anonyme (de M. Joachimsthal de Berlin) dans le *Kolonialwaarenzeitung* (18 et 21 mai 1897).

(4) Cf. deux négociants en café de Cologne et de Francfort, qui nous ont déclaré eux-mêmes que le mal était devenu moindre, sinon, avait disparu.

(5) Impossible de faire autre chose que de prévoir les réponses : ce ne sont point les Hambourgeois en général, avec leurs occupations constantes, avec leur défiance de tout ce qui a quelque allure scientifique, qui nous ont fourni les principaux éléments de cet exposé.

opérait alors sans attendre d'échantillons, en un temps où les types n'étaient point établis ; « il suffisait aux importeurs de savoir le nom du navire en route pour leur compte pour revendre aussitôt le chargement avec bénéfice..., le marché en café ne fut plus entre les mains de gens compétents » (1) ; il en fut de même lors de l'introduction du marché à terme ; maintenant que celui-ci a jété sa gourme, a eu sa *maladie enfantine* (Kinderkrankheit), comme disent les Allemands, tout se passe plus régulièrement qu'on ne le pense en se rapportant à de vieux souvenirs.

La qualité livrable n'est point aussi médiocre qu'on le dit ; une première preuve en est que le prix du café ordinaire qu'utilise le trafic effectif n'est souvent que de 2 pf. supérieur au cours du terme ; le Brésil ne peut pas écouler, grâce au marché à terme, des quantités considérables de cafés médiocres parce que les opérations ont pour but une couverture ou un acte de pure spéculation et que des stocks relativement peu importants alimentent le trafic.

Les épiciers, qui ont eu, souvent, à supporter des pertes notables à la suite de spéculations sur cafés effectifs, auxquelles ils se livraient, n'achètent plus guère de fortes quantités sans nécessité absolue ; ils approvisionnent leurs magasins selon les besoins prévus pour une période assez courte.

Les conséquences de l'introduction du marché à terme à Hambourg ont été des plus diverses : permettre à cette dernière ville une concurrence triomphante avec le Havre ; opposer une résistance heureuse au courant de constante décentralisation, alors surtout qu'aucune autre place nationale n'a essayé quelque lutte avec la puissante cité hanséatique ; assurer la détention, dans un port européen, de stocks considérables, parmi lesquels le consommateur trouve la qualité désirée ; rendre le trafic moins dangereux pour l'importeur prudent ;... faut-il ajouter que de nombreux abus se sont

(1) C. H. Schœffer, *Der Kaffeehandel*, Amsterdam, 1869, III^e partie, p. 9.

produits ? Le souvenir d'un terrible *corner* est resté présent à toutes les mémoires.

V

Le commerce du sucre (1) se concentrait en Allemagne à Magdebourg, qui se trouvait près des principales fabriques et offrait tous les avantages d'une communication fluviale ; depuis la crise de 1889, Hambourg a pris une place importante dans le trafic du sucre ; son caractère de marché plus nettement international lui réserve un assez grand avenir.

Avant l'introduction du marché à terme en sucre à Magdebourg, le trafic manquait complètement d'organisation ; les offres nombreuses qui suivaient la campagne déprimaient le marché et les exporteurs étrangers savaient profiter de cette situation ; il se faisait d'assez nombreux marchés à livrer ; les représentants des maisons anglaises achetaient *au prix courant* selon les conditions anglaises : marchandises franco à bord à Hambourg ; prix indiqué en shillings, mesures nationales..., en un mot selon toutes les conditions de la *Bee-troot Sugar Association*. L'importation en Hollande et en France se faisait également d'après les conditions des marchés hollandais et français : la concurrence entre les diverses fabriques était habilement exploitée par le commerce.

En 1885, diverses maisons nationales de Magdebourg fondèrent l'*association allemande pour l'exportation du sucre, afin de défendre les intérêts communs* : on fixa dès lors les

(1) V. Paasche, *Zuckerkandel und Zuckerindustrie der Welt*, Iéna, 1891 ; l'article de Bayerdœrffer sur le marché à terme en sucre (*Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, III^e série, t. IV, p. 586) ; les dires de divers experts devant la commission d'enquête (*Material, Sten. Ber.*) ; le rapport des anciens de la corporation des marchands de Magdebourg au ministre prussien du commerce sur le marché à terme en sucre à la bourse de Magdebourg (20 sept. 1889). N'ayant pu aller à Magdebourg, nous ne pouvons insister sur le marché à terme en sucre.

conditions de la place ; le marché à terme naquit. Le marché à terme en sucre est donc issu à Magdebourg du besoin de posséder un marché national et de celui de réagir contre tout le système de conditions, très gênantes et dangereuses, qu'imposaient les maisons étrangères. L'intervention de capitaux étrangers à l'industrie et au commerce effectif en sucre permit de faire supporter à des personnes riches les risques de la fluctuation des cours et assura une certaine atténuation de l'effet produit par les nombreuses offres qui suivent la campagne ; les reports se développèrent.

Le 2 août 1886 apparut la première cote officielle à terme ; en 1889 la caisse de liquidation de Magdebourg commença à fonctionner ; Hambourg suivit cet exemple.

Les fabricants de sucre brut prennent une assez grande part au trafic à terme pour travailler à façon : lorsqu'ils ne cultivent pas eux-mêmes les betteraves, ils peuvent voir de suite en comparant le prix de celles-ci et le prix du sucre brut à terme si l'opération est bonne ou mauvaise. Est-elle bonne ? Ils achètent en disponible ou à livrer des betteraves et revendent à terme une quantité correspondante de sucre brut. Ils se voient d'autant plus forcés à se couvrir ainsi, que les betteraves perdent de leur valeur en vieillissant et qu'ils ne peuvent attendre pour vendre, maintenant que la régie perçoit de suite ses droits (1). Les raffineurs ont, grâce au marché à terme en produits bruts, un moyen de s'assurer un prix, soit qu'ils fassent des opérations à terme en sucre brut parallèlement à des opérations effectives en sucre brut, soit qu'ils fassent des opérations à terme en produits bruts parallèlement à des opérations effectives en sucre raffiné. Les grandes banques se livraient à des reports dans des conditions sans cesse plus douces par suite de la concurrence croissante de spéculateurs et reporteurs étrangers.

Le marché à terme en sucre n'a pas donné lieu à des attaques particulières : divers scandales qui se produisirent à Magdebourg, il y a presque dix ans, soulevèrent de nom-

(1) *Material, Sten. Ber.*, p. 3257.

breuses protestations, mais des protestations de nature générale.

L'Allemagne produit annuellement environ trois millions d'hectolitres de *spiritueux bruts*, extraits en majeure partie de pommes de terre, parfois de froment ou de mélasse. Les quatre cinquièmes de cette quantité sont dus aux agriculteurs, surtout aux grands propriétaires fonciers et aux *associations agricoles de distillation*, un cinquième seulement à l'industrie. Si les distillateurs de profession répartissent leur production assez également à travers toute l'année, les agriculteurs ont une *campagne* qui dure six ou sept mois : en décembre, janvier et février la production de ceux-ci est au moins deux fois plus élevée que les besoins immédiats. C'est à une conséquence de l'avantage qu'ont les agriculteurs à produire durant les mois d'hiver où la fermentation réussit mieux, où le rendement est meilleur, comme aussi de leur désir d'avoir, à la fin de l'hiver et au printemps, les résidus, pour la nourriture de leurs troupeaux (1).

Comme la presque totalité des agriculteurs qui distillent ne possède point de magasins aménagés pour conserver les spiritueux et comme ils n'ont point de capitaux suffisants pour attendre la vente, l'intervention de commerçants est absolument nécessaire et son sens n'est point seulement de faciliter les relations d'affaires, mais d'assurer la conservation des spiritueux dans des magasins et de faire passer les risques de la fluctuation des cours à des personnes qui les supporteront elles-mêmes ou qui sauront les répartir entre un certain nombre d'autres personnes plus confiantes ou plus audacieuses.

Le *marché à terme de bourse* en spiritueux tel qu'il existait

(1) Point de travaux à citer sur cette question ; le Material est très pauvre en renseignements ; heureusement qu'un des principaux commerçants en spiritueux de Berlin (M. W. Kantorowicz jun.) et quelques commerçants de Hambourg ont bien voulu nous fournir oralement les renseignements nécessaires.

avant le 1^{er} janvier 1897, à Königsberg, à Breslau, à Hambourg et surtout à Berlin est issu d'un important *trafic à livrer du droit commercial* ; le désir d'assurer les relations directes d'un vendeur décidé à livrer et d'un acheteur décidé à recevoir livraison fut parfois la cause de cette codification des usances (1) ; celui d'imposer aux spéculateurs tout un système de clauses fixes et indiscutables semble avoir joué à Hambourg un rôle important dans la transformation du trafic (2).

A Berlin, on a conservé, malgré de nombreuses protestations (3), les formulaires *fut compris*, qui avaient un sens alors que l'exportation allemande était très importante, alors que les magasins, les réservoirs pour transporter les spiritueux étaient assez rares ; les *commissionnaires* (les mandataires des spéculateurs par opposition aux commerçants en marchandises effectives) sont persuadés que les personnes étrangères à la place opéreront moins sur leur marché lorsque le formulaire *fut compris* aura disparu ! Nous tenions à indiquer cette résistance et ses motifs, parce qu'elles montrent mieux que tout autre exemple combien une réforme est difficile dans le commerce de la part des commerçants eux-mêmes, tant les intérêts en jeu sont multiples et opposés !

Le marché à terme en spiritueux est une nécessité dans les circonstances actuelles. Il assure une certaine égalisation des cours à travers toute l'année : sans lui, les offres des agriculteurs qui se répartiraient sur un espace de quelques mois auraient pour conséquence, au moment de la vente des produits, une dépression sensible des cours ; les commerçants ne pourraient plus conserver des quantités aussi considérables (parfois cinq, huit, dix millions de litres) : ils ne se

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 3115.

(2) M. Max Eulenburg (*privatim*).

(3) *Jahresbericht der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin für 1891*, p. 278 ; W. Kantorowicz jun., *Der Spiritus ohne Fass auf Lieferung an der Berliner Bourse*.

contenteraient plus de bénéfices proportionnellement minimes et n'offriraient plus leurs services qu'à des conditions assez dures ; les arbitrages diminueraient encore ; les importeurs de spiritueux ne pourraient opérer qu'avec de forts risques : les commerçants de Hambourg ne trouveraient que très difficilement un moyen de se couvrir lorsqu'ils importeraient des spiritueux soit de Russie, soit d'Autriche (1) ; quant aux rectificateurs (Spiritusfabrikanten), ils n'auraient plus un moyen de se couvrir toutes les fois qu'ils feraient des marchés à livrer avec les représentants de la consommation, et qu'ils voudraient conserver de grandes quantités dans leurs magasins sans s'exposer aux fluctuations de cours : les fluctuations du cours des spiritueux bruts et du prix des spiritueux rectifiés sont généralement parallèles, sauf quelques modifications dans la prime de rectification ; ils ne pourraient donc plus travailler à façon, sans s'exposer à des pertes souvent difficiles à prévoir lorsque l'on est dans l'industrie.

La contrepartie des personnes qui cherchent dans les marchés à terme en spiritueux, le moyen de s'assurer contre les fluctuations éventuelles des cours, est parfois une personne s'assurant également contre la fluctuation des cours, parfois un commerçant, parfois un spéculateur, parfois un joueur : les joueurs qui sont souvent assez nombreux dans le trafic en spiritueux ne semblent pas avoir généralement faussé les cours d'une façon très sensible.

Le marché à terme en spiritueux n'a jamais été l'objet d'attaques très spéciales de la part des agrariens ; ceux-ci le sentent nécessaire ou au moins fort utile à la vente de leurs produits.

VI

Le *peigné de laine* (Kammzug) (2) est un semi-manufac-

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 3135 et 3137.

(2) *Regulativ der Abrechnungskasse für Kammzuggeschäfte*, Leipzig ;

turé que l'on obtient après avoir lavé et dégraissé des laines brutes et les avoir fait passer à travers une machine appelée *peigneuse*. Les *rubans* de peigné sont utilisés par les filateurs qui en font des *fils*. Les *fils* trouvent leur emploi final chez les tisseurs et les propriétaires d'industries voisines de celle du tissage.

Jusque vers 1860, les filateurs allemands, désireux de produire des fils plus élastiques que les fils de laine cardée, établissaient des peigneuses dans leurs propres usines ou achetaient à l'étranger, surtout en France, de la laine toute peignée. Dix ans plus tard, les filatures allemandes gagnèrent en nombre et en importance : beaucoup d'industriels trouvèrent préférable de ne point installer chez eux de peigneuses ; on créa quelques usines spéciales pour le peignage de la laine. Les filateurs qui ne possédaient point de peigneuses, achetèrent des laines brutes qu'ils firent peigner à façon, ou achetèrent du peigné aux *commerçants* appelés couramment *faiseurs de peigné* (Zugmacher) : ceux-ci se procurèrent de la laine brute dans les pays de production ou à Anvers, pour la faire peigner à façon et la vendre semi-manufacturée aux filateurs. Dans ce dernier cas, les filateurs ne se trouvèrent plus exposés à la fluctuation des cours, souvent très sensible durant le temps assez long qui sépare l'achat de la matière brute de l'entrée du peigné dans les usines ; ils purent également mieux apprécier si le produit ré-

Jahresbericht der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin für 1889 ; Material, Stenographische Berichte, passim, et Statistische Anlagen ; Eschenbach, Denkschrift betr. den Terminhandel in Kammzug, Berlin, 1894 ; surtout, Stenographisches Protokoll der Besprechungen im Reichsamt des Innern über den Terminhandel in Kammzug ; Drucksachen des Reichstages, 1895-96, n° 14, p. 34 ; Pfleger, Der Kammzugterminhandel, Bayerische Handelszeitung des 17 et 24 oct. 1896. — Diverses pétitions, toutes les réponses de nombreuses chambres de commerce aux questions posées par le gouvernement ne sont point encore imprimées : v. celles des chambres de commerce de Hanau, Liegnitz, Breslau, Munich, Aix-la-Chapelle, Strasbourg, Hanovre. — Un mot de reconnaissance à de nombreux commerçants et industriels allemands et à notre cousin M. Noack-Dollfus, de Mulhouse.

pondait exactement à leurs besoins. Les *faiseurs de peigné*, qui concentraient leur attention spéciale à la situation du marché international de la laine, se chargèrent d'assurer une répartition exacte des marchandises à travers l'espace ; ils supportèrent les risques des *conjonctures*, moyennant une sorte de prime calculée, lorsqu'ils faisaient des opérations à livrer avec les industriels, sur la base de la situation prévue du marché futur.

Les peigneurs qui travaillaient généralement à *façon* virent les ordres se concentrer dans une période assez étroite celle qui suivait immédiatement l'arrivée des forts chargements de laines de La Plata, car filateurs et faiseurs de peigné cherchaient à lutter de vitesse et à vendre fils et peignés avant qu'une offre considérable n'ait déprimé les cours. Après quelques mois de surmenage les peigneurs n'avaient plus de travail et, cependant, ils ne pouvaient suspendre leur activité ! Ils offrirent leurs services à de très douces conditions ; ils achetèrent eux-mêmes de la laine et s'exposèrent aux dangers d'une baisse possible. Les peigneurs perdirent, sans cesse, pour d'autres motifs leur caractère primitif : l'espoir de gains plus sensibles les poussa à opérer pour leur propre compte et à devenir eux-mêmes des faiseurs de peigné. L'apparition du marché à terme à Anvers et à Leipsick a permis à de nombreux peigneurs de travailler à façon dans des conditions aussi favorables que possible et sans l'intervention de quelque commerçant (1) : la concurrence est devenue si grande, depuis lors, que l'écart entre le prix de la laine peignée et celui de la laine brute a diminué sans cesse ; les peigneurs presque seuls peuvent en retirer quelque bénéfice ; le faiseur de peigné qui doit compter dans son prix de revient le bénéfice du peigneur, ne peut plus souvent continuer son ancienne activité.

La situation actuelle de l'industrie allemande de la laine, qu'il faudrait longuement exposer pour faire bien saisir les

(1) *Sten. Ber. über Kammzugterminhandel*, p. 24 et 27.

intérêts en jeu lorsqu'il s'agit de savoir si l'on interdira ou maintiendra le marché à terme en peigné, ne peut être qu'indiquée ici : la disparition progressive des faiseurs de peigné est certaine, les peigneurs jouent plus ou moins le rôle de ceux-ci, bien qu'ils travaillent à façon fréquemment encore peut-être même le plus fréquemment ; les filateurs ont souvent eux-mêmes des peigneuses ; ils semblent avoir renoncé généralement durant les dernières années à une double installation fort coûteuse ; ils achètent alors de la laine qu'ils font peigner ou de la laine toute peignée.

Le développement considérable de la production en Australie et dans l'Amérique du Sud a bouleversé le commerce de la laine durant la seconde moitié de ce siècle. Laissons de côté tout ce qui concerne l'Australie et ses relations avec sa mère-patrie, bien que la situation du marché londonien ait une grande influence sur le commerce de la laine en Allemagne et que l'importation des laines australiennes y prenne en certaines années une vraie importance ; écartons toute comparaison que l'on serait tenté d'établir entre la situation du marché de Londres et celle des places continentales : une importation mieux également répartie à travers l'année, les énormes capitaux dont disposent ou peuvent disposer les commerçants et les industriels anglais nous paraissent poser les délicats problèmes de l'égalisation des prix à travers le temps et du fractionnement des risques de la fluctuation des cours, d'une façon nettement différente.

Les laines de La Plata furent dirigées surtout vers le Havre et Anvers ; l'envoi en commission, suivi de ventes aux enchères, qui fut quelque temps de règle, reçut une sérieuse atteinte lorsque se développa chez les industriels et les commerçants l'habitude de s'adresser directement aux lieux de production : depuis 1870, un trafic à livrer en laines brutes prit une importance toujours plus grande dans les relations des représentants plus ou moins immédiats de la production et de la consommation, tandis que, vers 1885, l'envoi en commission ne joua plus un rôle notable dans les relations internationales.

En novembre 1887, le Havre établit un trafic à terme en laine brute de Buenos-Ayres ; un mois plus tard, Anvers eut un marché à terme en laine brute et en peigné de laine de La Plata. Doit-on voir une relation entre l'apparition du marché à terme au Havre et son apparition à Anvers ? L'exemple de la Caisse de Liquidation du Havre, qui produisait de merveilleux dividendes dans le trafic en café, a-t-il influé sur la décision des habitants d'Anvers ? A-t-on désiré donner une base solide au trafic à livrer déjà existant ? Les importateurs ont-ils voulu trouver quelque moyen de se couvrir aisément à la première crainte d'une fluctuation des cours ou dès la conclusion de leur premier marché ? Les pertes énormes subies pendant l'année précédente ont-elles inspiré une certaine prudence et le désir de répartir les risques ? Nous ne répondrons point à toutes ces questions ; les avis sont très partagés (1) ; les quelques personnes qui pourraient nous fournir la solution de ce problème historique sont trop intéressées à affirmer la nécessité où l'on était d'introduire le marché à terme ou, au contraire, à la nier, pour que leur témoignage ait ici une grande valeur. Nous croyons exact, cependant, de considérer l'établissement au Havre et à Anvers du marché à terme en laine, comme la conséquence des risques énormes des importateurs, sans vouloir nier toutefois que des désirs moins légitimes aient eu leur influence sur la décision prise par les commerçants belges.

Anvers renonça bientôt au marché à terme en laines brutes, dont les qualités sont si différentes, dont la situation hydrométrique est si difficile à déterminer, pour concentrer sur le marché à terme en peigné de laine de La Plata l'activité des personnes qui voudraient spéculer ou qui voudraient faire supporter ou partager à d'autres les risques d'une baisse.

Roubaix-Tourcoing établit, presque aussitôt, un trafic à terme en peigné, de caractère plutôt national ; les filateurs,

(1) Les opinions les plus opposées ont été exprimées devant la commission allemande d'enquête chargée d'étudier la situation actuelle du marché à terme en peigné de laine, v. *Sten. Prot.*, p. 5, p. 12, etc.

commerçants et industriels allemands devinrent les clients principaux de la place d'Anvers. Mais ceux-ci désirèrent bientôt ne plus payer de provisions à un marché étranger (1) et reprendre leur indépendance, redevenir autonomes.

Après une enquête où les opinions les plus opposées se firent jour (2), le gouvernement prussien interdit l'établissement à la bourse de Berlin d'un trafic à terme en peigné. Bien qu'une société privée pût être formée dans cette dernière ville et jouer un rôle presque identique, les partisans du marché à terme décidèrent l'établissement d'une caisse de liquidation à Leipsick, ville dont l'importance dans le commerce de la laine était considérable, dont la situation dans le royaume de Saxe, où le gouvernement n'avait aucun droit de surveillance sur les bourses, méritait considération. Le 1^{er} janvier 1890, *la Caisse de Liquidation en peigné de laine de Leipsick* commençait à fonctionner.

La lutte entre partisans et adversaires du marché à terme en peigné n'a cessé, en Allemagne, d'être vive; elle fut parfois violente: les filateurs allemands déclarèrent, en très grande majorité, qu'à partir du 1^{er} juillet 1892, ils n'achèteraient plus du peigné français, si celui-ci alimentait toujours le trafic à terme de Leipsick et, à partir du 1^{er} janvier 1893, tout peigné allemand qui aurait passé par plusieurs mains et servi à la spéculation. Vers la même époque, divers peigneurs s'engagèrent à ne plus délivrer les certificats de dépôt et d'origine qu'exigeait la Caisse de Liquidation. Mais celle-ci s'empressa de riposter: pour assurer un trafic suffisant, elle augmenta le nombre de ses clients directs; elle admit la livraison du type international B A T pour attirer les peignés belges et français. Les commerçants de Leipsick furent assez habiles pour ne point se transmettre la propriété des

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 3353.

(2) Rapports des anciens de la corporation des marchands de Berlin: supp. à la *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1889, n° 2.

lots de peignés, par titres endossables, mais par titres au porteur !

En 1894, l' « association des filateurs allemands, autrichiens, suisses et russes, formée pour lutter contre le marché à terme en peigné » envoya au Conseil fédéral une pétition qu'elle accompagna d'un long et médiocre exposé de ses plaintes (1). Depuis lors, les pétitions réclamant soit le maintien, soit l'interdiction du marché à terme en peigné se succèdent sans relâche.

Avant de résumer les arguments présentés en Allemagne en faveur du maintien ou de l'interdiction du marché à terme en peigné, il nous faut indiquer quelles y sont les fonctions réelles de celui-ci.

Les peigneurs après avoir acheté un lot de La Plata en disponible ou à livrer, vendent à terme une quantité correspondante de peigné (en tenant compte du rendement probable), lorsque la situation du marché est favorable et l'opération ainsi conclue quelque peu avantageuse. Les importateurs de laine de La Plata vendent à terme du peigné pour s'assurer contre les fluctuations du cours de la laine brute, car les fluctuations du cours du peigné et les fluctuations du prix de la laine brute de La Plata sont presque parallèles. Les filateurs, qui filent du peigné de La Plata et craignent une baisse des prix atteignant indirectement leur filé, vendent à terme du peigné et éventuellement gagnent d'un côté ce qu'ils peuvent perdre de l'autre. Les tisseurs peuvent également s'assurer contre la baisse ou la hausse du filé en faisant des marchés à terme en peigné.

S'agit-il de peigneurs, d'importateurs, de filateurs, de tisseurs de laines d'Australie ? Il leur est possible en des circonstances identiques de s'assurer contre les fluctuations de cours en tenant compte de l'écart moyen (2) ; mais une extrême prudence leur est alors nécessaire, car les dangers sont assez grands : les cours du peigné de La Plata et du

(1) Eschenbach, *Denkschrift*.

(2) *Sten. Ber. Kammzugterminhandel*, p. 16.

peigné d'Australie ne sont point toujours parallèles, on peut même dire, ne sont jamais longtemps exactement parallèles.

Inutile d'insister sur les hypothèses où, pour *se couvrir*, on doit acheter du terme : ces exemples se rapporteraient surtout à des marchés à livrer faits entre industriels ou industriels et commerçants en marchandises effectives et au désir de s'assurer un prix.

Quelles sont les contreparties des personnes qui veulent ainsi opérer à façon ? Parfois d'autres personnes qui veulent s'assurer contre un risque inverse : ce cas est très rare ; ce sont des commerçants persuadés de l'exactitude des prévisions ou de l'erreur commune ; ce sont des filateurs, attirés par l'appât de gains faciles : ceux-ci ont souvent perdu personnellement par des opérations de bourse ce qu'ils pouvaient gagner avec leurs usines ; ce sont aussi des peigneurs, qui deviennent parfois de vrais agioteurs.

Il y a aussi des arbitragistes, qui assurent une égalisation des cours dans l'espace, des banquiers, qui font des reports et assurent ainsi, lorsque les prévisions de la spéculation sont exactes, une égalisation des cours dans le temps.

Les principaux adversaires du marché à terme en peigné de laine sont des filateurs ; quelques commerçants en laines nationales et quelques tisseurs s'y montrent aussi défavorables, selon leur intérêt particulier ou leurs convictions personnelles.

Les importeurs et les peigneurs en sont généralement partisans ; un groupe de tisseurs a fait entendre en ce sens quelques mots qui ont été assez bien écoutés.

Exposons tout d'abord les arguments des adversaires du *marché à terme de bourse en peigné*.

Le marché à terme attire les éléments étrangers ; son sens est de procurer un gain différentiel, d'enrichir celui qui ne fournit aucun *travail* ou un moindre travail, de donner une autorité factice à des maisons de médiocre importance (1).

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 3606. « De l'influence de personnes étrangères au filé proviennent les principales fluctuations des cours du terme,

Avec le marché à terme, les industriels et les commerçants en marchandises effectives ne doivent point rechercher si les stocks futurs seront importants, mais quelle position ont prise les spéculateurs ; la trépidation des cours est plus désastreuse que les grandes fluctuations que l'on peut prévoir à l'avance.

Le marché à terme en tous semi-manufacturés est une institution malheureuse ; l'emploi en est restreint ; le trafic n'est pas susceptible de prendre toute l'extension nécessaire pour qu'il ait lieu sans dangers (1).

Le marché à terme en peigné a lieu forcément sur un type particulier, parce que les types varient à l'infini selon l'emploi que l'on veut faire du peigné ; dès lors, le type déclaré livrable devient vite l'objet d'une surproduction ; la situation du trafic sur un type spécial devient la base des prix pour l'ensemble de l'article.

Le rendement de la laine est des plus incertains : dès lors comment calculer par la vente de quelle quantité de peigné on peut couvrir l'achat de telle quantité de laine brute ?

La fonction d'assurance, que l'on prétend souvent celle du marché à terme, ne peut point être remplie avec le déport continu des dernières années, ou ne peut l'être que dans des limites fort étroites (2). Il est devenu impossible à tout acheteur de laine brute de tirer bénéfice de la transformation de celle-ci en peigné : l'écart entre le prix du peigné à court terme et le prix de la laine brute en disponible n'est plus suffisant pour couvrir les frais de transport, de peignage..... ; les

si bien que la suite normale des opérations en cette branche est troublée souvent et pour ainsi dire généralement, sans interruption » (*Jahresbericht der Handelskammer zu Strassburg i. E. für das Jahr 1896*, p. 13).

(1) La 9^e commission du Reichstag (*Drucksachen*, 1895-96, n. 14, p. 35) a seule insisté sur ce point très important : le nombre des peigneurs qui peuvent livrer le peigné type est très restreint ; une entente suffirait un jour pour occasionner un accaparement. Sur l'ensemble de cette question, *Material*, *Sten. Ber.*, p. 3605 ; *Sten. Ber. Kammzugterminhandel*, p. 26.

(2) *Sten. Ber. Kammzugterminhandel*, p. 6.

peigneurs seuls peuvent parfois en tirer quelque avantage.

Le marché à terme en peigné est la principale cause ou une des principales causes de l'avilissement du prix de la laine : les facilités qu'il donne sont trop grandes ; la faculté de trouver toujours une contrepartie sur un marché très étendu a pour conséquence la surproduction (1).

Le marché à terme en peigné a eu pour conséquence l'avilissement des qualités produites, car pour de bonnes qualités on ne peut plus avoir un prix en rapport avec les soins particuliers que l'on porte aux troupeaux.

Les partisans du marché à terme en peigné répondent point par point aux arguments de ses adversaires (2).

Le but du marché à terme tel qu'il est conçu par la Caisse de Liquidation de Leipsick n'est pas uniquement le gain d'une différence ; les gains différentiels ne sont pas forcément acquis sans travail ; la faculté d'assurance est des plus légitimes ; si le trafic à terme attire les joueurs, le trafic effectif pourrait les attirer ; les maisons de médiocre importance peuvent jouer un rôle notable en bien d'autres circonstances.

Il est bien évident que chaque fois que la spéculation intervient, toute personne qui veut opérer doit se demander quelle est sa tendance ; les trépidations des cours sont beaucoup moins dangereuses pour la société que les grandes fluctuations que l'on a connues jadis.

Un marché à terme de laines brutes était très difficile à établir : il est presque impossible de fixer des types ou d'indiquer avec une précision suffisante quelles qualités peuvent être livrées ; les types de peigné sont au contraire assez aisés à fixer. Il fallait avoir un marché à terme en laines brutes ou un marché à terme en peigné ; on a choisi le marché à terme en peigné parce qu'il laissait une moindre place au doute et à la malhonnêteté.

(1) *Eod. loc.*, p. 20. — Disons de suite que cet argument est particulier à quelques rares maisons. — Cf. en général, Eschenbach, *Denkschrift, Gutachten der Handelskammer zu Aachen*.

(2) Nous avons composé les réponses avec nos souvenirs d'entretiens oraux.

Le type fixé actuellement est bon ; serait-il mauvais ? il suffirait d'en fixer un autre ; il n'y a pas une impossibilité absolue à fixer un type moyen et d'usage courant ; il n'est point nécessaire que le type choisi soit l'objet d'une importante consommation ; ce que les parties veulent lorsqu'elles opèrent à terme ce n'est point généralement l'assurance de posséder ou de pouvoir livrer telle marchandise, mais celle de toucher tel prix.

Le rendement de la laine peut être calculé approximativement : si on se couvre de 1, 2 ou 3 0/0 en moins ou en trop, on devient spéculateur à la hausse ou à la baisse dans une proportion nullement en rapport avec l'importance de la diminution des risques.

La fonction d'assurance n'est point la fonction unique du marché à terme : si elle est plus difficile à remplir dans les circonstances présentes, c'est que nous sommes en des circonstances exceptionnelles. Il n'est point nécessaire que toute personne puisse tirer bénéfice de la transformation des laines brutes en peignés ; la concurrence a produit ici son effet normal ; les prix ont baissé sous l'influence de cette concurrence.

La baisse du prix de la laine brute était accentuée depuis quelque temps déjà, lorsque le marché à terme fut introduit à Anvers et à Leipsick (1) ; même sans marché à terme, on peut toujours trouver une contrepartie (2).

Des questions de climat et de nourriture ont surtout eu une influence néfaste sur les qualités produites.

Nous ne voulons pas reprendre ici chacun des arguments et chacune des réponses que nous avons indiqués, et donner, sur chaque point particulier, une solution franche et nette. Nous désirons seulement insister sur quelques avantages du marché à terme, que nous considérons comme cer-

(1) *Der Terminhandel in Kammzug, Der Deutsche Oekonomist*, 26 janv. 1895.

(2) *Sten. Ber., Kammzugterminhandel*, p. 26.

tains et chercher à déterminer les intérêts particuliers en jeu dans ces débats.

Une des fonctions principales du marché à terme est de permettre une égalisation plus parfaite des cours à travers le temps et l'espace. Or l'égalisation des cours à travers le temps est devenue sensiblement plus parfaite depuis que le marché à terme en peigné a été établi à Anvers et à Leipsick (1).

L'égalisation des cours à travers l'espace est très imparfaite sans marchés à terme : la simple *possibilité* d'attirer des marchandises ne joue pas si parfaitement son rôle égalisateur ; les contrats à clauses stéréotypées sont presque nécessaires pour que les spéculateurs étrangers puissent opérer avec connaissance exacte des causes ; sans la faculté de terminer les opérations par une couverture sur le marché, par un règlement pécuniaire, les à-coups dans le trafic sont forcément très fréquents.

Que le désir de continuer à toucher les anciennes provisions joue un rôle important dans l'esprit de plusieurs personnes qui se montrent défenseurs convaincus du marché à terme en peigné, c'est ce que nous reconnaissons volontiers ; ce ne sont point toujours des motifs très nobles qui inspirent les partisans du marché à terme.

Mais les adversaires du marché à terme en peigné sont-ils toujours inspirés par des désirs plus respectables !

Les filateurs, qui ont spéculé d'une façon inconsidérée ou qui ont perdu faute de chance ou de patience, ont, ainsi que les spéculateurs occultes du parti agraire, voué une haine terrible, aveugle, au marché à terme, parce que leur désir d'arriver à la fortune avec un moindre effort n'a pas été couronné de succès ! Les principaux adversaires du marché à terme semblent se recruter parmi les industriels qui ne peignent, ni ne filent, ni ne tissent de la laine de La Plata ! Le

(1) *Jahresbericht der Handelskammer zu Hanau*, 1896, p. 118 ; cf. le tableau des fluctuations de cours publié par Eschenbach dans son *Denkschrift*, v. chapitre quatrième.

marché à terme, dont l'effet a été de diminuer la prime du peignage, met dans une difficile ou médiocre situation les trop nombreux filateurs qui ont encore des peigneuses dans leurs usines ; et cependant la diminution de cette prime ne peut pas être considérée comme un dommage social ! Le cours du terme est un baromètre qui gêne les filateurs en temps de constant déport : les tisseurs exigent des réductions de prix ; or ils ne sauraient appuyer leurs prétentions sur une base très solide si les cours à terme n'existaient point ! Quant aux commerçants en laines nationales, nous avons pu nous assurer que leur mécontentement provenait tout autant de l'envie que de griefs sérieux.

Depuis vingt-cinq ans, un important trafic en coton s'est développé à Brême sous la forme encore primitive de marchés maritimes à conditions plus ou moins stéréotypées.

Hambourg, qui a établi un marché à terme en coton durant les dernières années, n'a pas encore su acquérir une grande importance dans le commerce de cette matière textile, malgré les facilités qu'elle peut fournir aux importeurs : il lui manque, nous semble-t-il, un trafic effectif suffisant pour alimenter un trafic à terme de bourse.

Disons quelques mots sur le marché en coton de Brême et sur la situation faite aux commerçants et industriels allemands, qui ne veulent point courir les risques de la fluctuation des cours, par l'absence d'un grand marché à terme dans leur propre pays : nous saisirons mieux dans quelle situation assez difficile se trouve une place internationale faute de marché à terme ; nous apercevrons une solution très intéressante du problème de l'assurance commerciale contre les fluctuations de cours (1).

(1) Voir *Bestimmungen der Bremer Baumwollbörse*, Bremen, 1893. — Peu de mots sur le commerce du coton dans le *Material* ; aucun livre à citer ; nous devons nos renseignements à l'aimable directeur de la bourse en coton, M. Brauer.

Le formulaire, rédigé par l'association qui s'appelle *bourse en coton de Brême*, contient toutes les conditions du marché sauf le nombre de balles sur lequel on opère, la désignation du type ou de la qualité, le prix fixé, la date d'expédition, le lieu d'expédition, la destination et quelques autres conditions de nature accessoire, lorsque l'on étudie la technique seule du contrat.

Un trafic à terme de bourse en coton devient possible sous la forme de marché pour embarquement à telle époque sur telle qualité moyenne venant de tel grand marché; si de telles opérations prennent parfois une certaine importance, si le règlement (le paiement et le transfert des pièces exigées) se fait alors de bureau à bureau, nous ne pouvons point voir là un moyen qui permette de suppléer d'une façon complète à l'absence de marché à terme. L'activité se fractionne d'ordinaire sur un certain nombre de qualités; une contrepartie devient difficile à trouver lorsque l'on ne veut plus supporter les risques; les commerçants qui trouvent que tout approvisionnement est un poids très lourd, ne peuvent point détenir toutes les qualités nécessaires aux filateurs. Les ventes *à livrer à terme fixe*, que réglementent les *dispositions de la bourse en coton de Brême* (art. 68 et s.), servent exclusivement à un trafic effectif. En cas de nécessité, on n'a comme ressource que d'opérer à terme sur les marchés étrangers, à Liverpool ou au Havre.

Les filateurs ont trouvé une solution de l'assurance contre la fluctuation des cours, sans le secours du marché à terme. Ils vendent à livrer aux tisseurs sur la base du prix actuel du coton et en calculant le coût du filage à façon (1); les tisseurs acceptent cette combinaison lorsque les grands commerçants en drap achètent à plusieurs mois de livraison. Ceux-ci, plus près de la consommation, mieux en mesure de prévoir exactement les besoins, souvent détenteurs de foris

(1) La prime de filage est influencée par les prévisions de la situation future du marché, si bien qu'il serait peut-être plus exact de ne pas parler de filage à façon.

capitaux deviennent ainsi, d'une façon voulue ou nécessaire, de vrais spéculateurs et permettent un très heureux transport des risques d'une personne à une autre. Si cette combinaison est assez fréquente, elle ne semble pas devoir gagner en importance.

VII

Hambourg possède un important trafic à *livrer* en salpêtre (1), dont nous voudrions dire ici quelques mots. Sa nature assez voisine d'un trafic à terme de bourse, intermédiaire entre un tel trafic et un trafic effectif, lui mérite une attention toute spéciale.

Les bordereaux, d'usage courant, sont très simples ; ils contiennent un renvoi aux conditions imprimées d'autre part ; restent en blanc la désignation des parties, le nombre de *centners de salpêtre du Chili* sur lequel on a opéré, le terme auquel on devra livrer, et le prix (2).

La faculté de choisir et le nombre de centners et l'époque de livraison qui plairont, ne nous permet pas de voir là, de suite et forcément, un bordereau pour marchés à terme de bourse ; si on détache ce bordereau de tout milieu particulier, ce n'est même qu'un bordereau pour trafic effectif ; et cependant, il peut devenir à tout instant et il devient, en fait, généralement un bordereau pour trafic à terme de bourse : les parties opèrent sur des quantités identiques ou un de leurs multiples ; le terme de livraison est un ou deux mois calendaires. Si les opérations faites sur des chiffres

(1) Nous devons ces renseignements aux deux plus notables commerçants en salpêtre de Hambourg ; un mot de spéciale reconnaissance au Consul Weber, l'aimable « Mécène » de la grande cité hanséatique.

(2) Ce sont là les conditions les plus nettes et les plus courtes que nous connaissions. Nous ne pouvons point cependant en donner une traduction. Il est à regretter que le trafic du salpêtre sorte quelque peu du cadre que s'est tracé le secrétaire Jürgens dans son *Hamburgisches Börsen-Handbuch*.

ronds autres que des quantités fixes ou leurs multiples sont généralement de vrais marchés effectifs, les opérations conclues pour la seconde moitié d'un mois et la première moitié du mois suivant rentrent souvent dans une combinaison de nature purement spéculative. Les filières, qui sont mises en circulation pour annoncer la livraison, passent fréquemment par plusieurs mains, parfois par de nombreuses mains. Il s'agit bien ici d'un trafic à terme de bourse, malgré diverses indécisions dans la vie pratique, malgré l'impossibilité d'appliquer ici la loi d'impôt sur la bourse et la loi des bourses ; le caractère d'opérations à terme fixe (article 357 C. de com.) accentue les airs de ressemblance de ces marchés avec de purs marchés à terme de bourse.

Les commerçants, les marchands, les spéculateurs utilisent ces bordereaux, tandis que les grands importateurs et les négociants ou mineurs du Pacifique, lorsqu'ils opèrent comme tels, se transmettent les connaissement, police d'assurance et quittance du fret (caf), quitte à se servir du trafic à livrer, pour trouver le placement de leurs marchandises ou pour assurer contre les fluctuations de cours les chargements qu'ils ont en route et qu'ils destinent à leur clientèle. La proposition de transformer ce trafic à livrer en un vrai trafic à terme de bourse avec l'entremise de la caisse de liquidation n'a jamais eu de succès (1).

VIII

Le commerce de place à place, selon l'expression de notre langage moderne, ne connut, tout d'abord, que la vente *en disponible* : les personnes étrangères envoyaient leurs marchandises en quelque ville et agents ou commissionnaires se chargeaient, au lieu d'arrivée, de défendre leurs intérêts,

(1) Il serait intéressant de montrer pourquoi l'Allemagne ne connaît point le marché à terme de bourse en fer à la suite d'une entente (cartelle) entre les parties intéressées.

de vendre au mieux. Ce mode, qui n'assurait qu'une répartition assez rudimentaire des marchandises, a reçu, durant la seconde moitié de ce siècle, une rude atteinte sur toutes les places et même sur la place de Londres, dans ses rapports avec quelques pays (1). Avec le développement des relations, les producteurs et les commerçants des pays de production virent les offres parvenir jusqu'à eux ; ils ne se soucièrent plus de s'exposer à des pertes, conséquence d'un envoi inopiné. Les expéditeurs, peu désireux d'attendre, durant un temps plus ou moins long, une somme d'argent souvent nécessaire, trouvèrent des commissionnaires disposés à leur avancer, contre remise du connaissement ou de la lettre de voiture, une somme proportionnelle à la valeur actuelle des marchandises (souvent par lettre de change à tant de mois que l'on pouvait se faire escompter) ; la concurrence entre les différents commissionnaires d'une place, désireux de s'attirer la clientèle, fit sans cesse élever ce taux : la somme que l'on avança finit par laisser à découvert contre toute fluctuation éventuelle des cours ; dès lors, l'envoi en consignment reçut sur plusieurs places une seconde et parfois sérieuse atteinte. Les commissionnaires proposèrent quelques nouvelles combinaisons aussi avantageuses pour leurs clients, si ce n'est plus avantageuses, et moins dangereuses pour eux-mêmes. Ajoutons que quiconque a besoin d'une chose ou bien en sent ou prévoit le besoin autour de lui est beaucoup plus à même de faire quelque déplacement de marchandises fructueux et, par conséquent, utile ; et que des circonstances fortuites changent en quelques heures, en quelques minutes, la situation des marchés enlevant aux personnes absentes de la place la faculté de profiter de tout événement favorable (2).

Lorsque les relations entre pays ou provinces de produc-

(1) Cet exposé général est par la force même des choses assez vague : sur aucune place l'évolution n'a été identique.

(2) Ceci était plus spécialement vrai avant le développement du *marché à terme de bourse*.

tion et de consommation devinrent plus fréquentes, producteurs ou commerçants, désireux de vendre leurs marchandises sur quelque marché plus lointain, afin de tirer bénéfice d'un écart de prix, trouvèrent des personnes disposées à acheter sur échantillons des marchandises expédiées et s'assurèrent ainsi contre la fluctuation ultérieure des cours, prévue ou possible. On put bientôt rencontrer des personnes assez hardies pour acheter de suite à un prix déterminé des marchandises à embarquer.

Nous assistons ainsi au développement de différents contrats et notamment du contrat, connu sous le nom de *cif* ou *caf*, dans lequel l'acheteur remet de suite ou devra remettre dans un certain délai le prix d'achat ou une lettre de change contre le connaissement, la police d'assurance et la quittance du fret.

Lorsque la fongibilité de certaines marchandises, que nous avons appelées *marchandises de bourse*, fut couramment admise, lorsque l'on eut établi des échantillons de qualité moyenne ou considéré certains signes extérieurs comme correspondants à certaines qualités, et que les commerçants eurent composé des formulaires assez complets ou codifié les usances, quelques rares places, surtout et presque exclusivement la place de Londres, continuèrent à rattacher étroitement les actes d'importation à un contrat maritime et les autres actes de spéculation à des marchandises déposées dans des magasins généraux. Sur la grande majorité des marchés, au contraire, s'établit une sorte de sectionnement entre les opérations de bourse, opérations détachées de telles ou telles marchandises nettement individualisées, et les contrats maritimes ou terrestres, visant un déplacement effectif de marchandises.

Toutes les opérations, autres que les opérations en disponible (*spot business*) et les opérations, faites selon les règlements du *London Produce Exchange* ou avec le *London Produce Clearing-house*, toutes les opérations conclues d'après les usages de la place de Londres, d'après les *Rules of the*

London Corn Trade Association, notamment, ne sont pas forcément des *marchés effectifs*. Il peut se greffer quelque marché à livrer sur un *cif* ; on peut conclure un marché pour embarquement à telle époque ; il devient alors non seulement possible, mais très probable que le marché se résoudra par un règlement pécuniaire entre un certain nombre de personnes à l'arrivée des pièces exigées pour le paiement effectif ; nous nous trouvons en face d'un vrai marché à terme de bourse : on sait que nous ne considérons point l'existence d'une échéance fixe et d'une unité de quantité comme caractéristique, mais comme faisant simplement obstacle, en quelque mesure, à une cessibilité rapide des contrats, obstacle que l'initiative privée peut d'ailleurs très sensiblement atténuer.

Le marché à terme de bourse est issu généralement du marché à livrer du droit commercial terrestre ; c'est *le marché à livrer à forme cristallisée*. Si nous avons dit ce qui distingue l'un de l'autre le marché à terme et le marché à livrer en tant que contrats, il nous faut comparer maintenant le rôle économique de l'un et de l'autre. Puis, pour mieux dégager la vraie nature de la spéculation à crédit et ses avantages, comparer également le marché à terme de nos places continentales, des places américaines, de la place de Liverpool et même de la place de Londres (*London Produce-Exchange*, *London Produce Clearing-house*), et, les actes de spéculation pratiqués à Londres sur des marchandises disponibles ou au moins individualisées, notamment sur les *cifs*, *les anciennes et légitimes bases de l'exportation des récoltes*, disent, non sans regrets, les ennemis mortels du marché à terme (1).

Si les marchés à livrer et les marchés à terme de bourse permettent tous deux de transporter les risques de la baisse des cours d'une personne à une autre et d'opérer, en dépassant le cercle des stocks actuels, sur des marchan-

(1) Charles W. Smith, *Commercial Gambling, the principal causes of depression in Agriculture and Trade*, London, 1893, p. 158.

dises absentes (à découvert), les premiers visent plutôt un approvisionnement ou un besoin de marchandises déterminées d'une façon précise en quantité et qualité, les seconds sont des facteurs importants pour la fixation des prix, parce qu'ils sont les expressions des prévisions générales de la spéculation ; tandis que les marchés à livrer sont utiles ou nécessaires aux personnes désireuses de satisfaire tel besoin à venir d'une façon sûre et, peut-être, avantageuse, les marchés à terme sont les instruments de toute personne qui veut tirer bénéfice de ses connaissances en profitant d'une circonstance favorable et en ménageant, consciemment ou inconsciemment, une égalisation plus sensible des cours.

Le point de jonction des marchés à livrer et des marchés à terme de bourse est généralement le suivant : une personne désireuse de se procurer pour une époque, qui est justement une période d'échéance pour marchés à terme, telle quantité, qui est exactement une quantité d'usage pour marchés à terme, de telle qualité, qui est fixée avec une suffisante précision dans les conditions pour marchés à terme, de telle marchandise, qui est, bien entendu, l'objet d'un trafic à terme, utilise le marché à terme à une époque plus ou moins rapprochée du moment de l'échéance. C'est ainsi que les marchandises attirées sur une place pour y alimenter le trafic en général et notamment le trafic non effectif, s'en éloignent ou sont consommées et y sont, par la suite, renouvelées. Ce point de contact est, fort souvent, plus apparent que réel : celui qui prend livraison est généralement une personne qui a contracté si peu de temps avant l'arrivée du terme qu'on ne peut guère parler d'un marché étant, d'après ses intentions, une opération à livrer, mais d'un marché étant, d'après ses intentions, une sorte d'opération *au comptant*, au sens le plus large de cette expression (1), une opération suivie d'une livraison dans un bref délai.

(1) L'incertitude sur la qualité livrée et l'incertitude sur le jour de livraison rendent assez rare que les personnes désireuses de faire une opération

Un marché à livrer lie généralement deux personnes en relations suivies d'affaires, telles que commerçants en gros et commerçants en contact plus ou moins immédiat avec consommateurs, ou commerçants et producteurs ; aux marchés à terme participent non seulement les commerçants et producteurs mais les simples particuliers, qui offrent le secours de leurs capitaux, se font assureurs, aident à l'égalisation des cours à travers l'espace. Si, producteur ou commerçant en marchandises effectives, je veux tirer bénéfice d'un écart entre le cours, auquel on accepte actuellement de me promettre livraison dans six mois de telles marchandises dont j'aurais besoin pour mon industrie ou pour mon trafic, et le cours que je prévois, je ferais un marché à livrer. Si, commerçant, simple particulier ou producteur, je veux tirer bénéfice de ma connaissance des stocks présents et de mes prévisions des stocks futurs sans avoir de notions absolument précises sur les besoins, je ferais un marché à terme et mon acte sera le plus typique des actes de commerce, un achat pour revendre ; tandis que, dans le premier cas, je me serais assuré l'achat ou la vente de telle marchandise pour tel prix, dans le second je ne me serais assuré qu'un prix. Ce n'est pas là un simple jeu de mots : si je fais un marché à terme de bourse à couvert, je ne sais si je livrerai à l'échéance la marchandise que je détiens actuellement ou que je fais venir, je ne le saurai qu'à l'échéance, car si je crois pouvoir tirer quelque bénéfice d'un écart perceptible entre le prix de vente des marchandises détenues ou à détenir et le prix d'une couverture par quelque marché à terme semblable et inverse, je ferais ces deux contrats : le marché à terme n'apparaît donc que comme une couverture contre les fluctuations de prix. Comme il est singulièrement plus difficile, il est singulièrement plus rare, on pourrait même considérer comme exceptionnel qu'une

dans les conditions indiquées, s'adressent au marché à terme au lieu du marché effectif.

personne fabriquant ou achetant telle marchandise en vue d'exécuter un marché à livrer la cède pour s'en procurer ou en fabriquer une autre d'une moindre qualité.

Comparons les marchés étroitement liés à un transfert de propriété de marchandises individuellement déterminées, tels qu'ils sont encore pratiqués d'une façon plus spéciale par la majorité des commerçants londonniens, avec les marchés à terme des places continentales et américaines de Liverpool et même souvent de Londres (London Produce Exchange : Russian, Indian Wheat, etc. ; et surtout London Produce Clearing-house : café, sucre, argent...).

Les principes de l'importation sont dans les deux cas complètement différents : dans le premier, l'importateur se défait de telle marchandise à tel prix ; dans le second, il s'assure simplement un prix pour telle quantité de telle marchandise fongible. D'une part, l'intérêt de l'importateur sera de ne vendre d'après les règlements de la place et ses désignations moyennes que si la marchandise n'est point d'une qualité supérieure à la qualité livrable, sinon de vendre sur un échantillon ; d'autre part, l'importateur de marchandises excellentes se couvrira par un marché à terme et attendra une très notable partie de ses bénéfices, si ce n'est la plus notable, de la différence entre le prix de vente des marchandises sur échantillon et l'achat, à l'échéance, de marchandises simplement livrables. Nous touchons ici au grand principe de l'importation moderne : *chercher un gain notable dans la différence entre la qualité de la marchandise importée et la qualité de la marchandise livrable à terme*. Contentons-nous de remarquer ici, que, si la moindre différence de qualité devient, dans la seconde hypothèse, très aisément l'objet d'un bénéfice, elle le deviendra plus rarement et plus difficilement dans la première : les marchés à conditions individualisées deviennent sans cesse plus difficiles à conclure dans le trafic de bourse ; on devra donc souvent, au cas de cifs, renoncer à profiter d'un écart de qualités pour profiter de la cessibilité aisée des marchés faits selon telles

conditions de la place. Dès lors le marché à terme apparaît comme une arme de précision à côté du cif, qui ne permet d'opérer que par à peu près. On ne livrera, en vertu d'un marché à terme que la qualité minima fixée par les usances ou une qualité très voisine ; en vertu d'un cif, à conditions stéréotypées, on livrera des marchandises de qualités variables, sans que des clauses d'*arbitration* de qualités puissent toujours parer aux inconvénients d'un mode aussi rudimentaire.

Ajoutons que l'acheteur par cif se trouve exposé à des déconvenues lors de l'arrivée des marchandises : souvent celles-ci ne sont pas conformes à l'échantillon ou aux désignations du marché ; tandis que, si les marchandises sont présentes lorsqu'on les achète à terme, on peut en apprécier la qualité avant de payer le prix.

La spéculation, intimement liée à un *floating cargo trade* (sur lequel ne viendrait point se greffer quelque marché à livrer) ou à un *warrant receipt* (1), ne peut être qu'une spéculation à la hausse sur la base des stocks actuels : c'est là un très grave inconvénient, dont plusieurs commerçants londonniens, ennemis acharnés de toute forme démocratique de spéculation, reconnaissent expressément la portée en faisant des marchés à terme à Liverpool ou sur quelque autre place du continent ou de l'Amérique, ou bien encore en utilisant la clause *pour embarquement à telle époque*.

D'ailleurs gardons-nous de rapprocher perpétuellement le marché londonnien des marchés continentaux : aucun de ceux-ci n'a la richesse extraordinaire de celui-là ; aucun commerçant, ni français, ni allemand, n'a ce tempérament froid et tenace qui double la force du commerçant de la *City*.

Les abus n'en existent d'ailleurs pas moins sur le marché de Londres, mais ils se concentrent dans un cercle plus res-

(1) V. Hecht, *Die Warrants*, p. 28.

treint et le bruit n'en parvient pas toujours aux oreilles du public.

Le jeu se cache souvent sous la forme d'opérations sur warrants : le propriétaire de marchandises déposées dans les Docks se fait prêter sur warrant les $\frac{3}{4}$ de leur valeur actuelle et ne retient que la *weightnote*, qui lui permet de vendre la marchandise ; ce qu'il fait à la première occasion favorable. Par endossements successifs, la *weightnote* passe de mains en mains, jusqu'à ce que, enfin, son dernier propriétaire retire le warrant de chez le *bankier* et se présente aux Docks avec les deux documents (1).

D'ailleurs les vieux principes du commerce londonnien semblent recevoir peu à peu quelques atteintes ; la forme démocratique qu'a prise à Liverpool la spéculation sur le coton et sur le blé, trouve, il est vrai, de puissants et nombreux adversaires dans la capitale ; mais quelques concessions ont déjà été faites et semblent avoir atténué d'une façon sensible durant les derniers temps toute la rigueur des anciens principes oligarchiques.

IX

Notre société s'est démocratisée : le marché à terme de bourse est devenu lentement, à mesure qu'il se distinguait mieux du marché à terme ordinaire, une expression assez particulière, assez spéciale, nette cependant, du courant *anti-oligarchique*.

Le marché à terme de bourse offre de nombreuses facilités aux hommes habiles ; il permet au commerce de jouer son rôle avec une perfection plus sensible : nous reprendrons ces notions, en résumant les exposés particuliers que nous avons faits, parce qu'elles accentueront, d'une façon notable, les traits de notre étude ; elles n'ont cependant qu'une im-

(1) J. Ella, *Warrants for goods, their use and abuse*, London, 1856, p. 24.

portance ou fort minime ou secondaire lorsque l'on veut saisir les causes et la raison d'être des choses, ces sources plus fécondes que toutes les autres pour quiconque recherche la portée de telle institution et son vrai sens.

Le marché à terme de bourse assure la participation de tous au commerce : il fait disparaître toute distinction tranchée de profession, de classe sociale....., il ne suppose que des *connaissances* (notion autrement précise que celle de travail) et un *certain capital*. Il fournit une expression assez générale et assez claire de la situation prévue du commerce en telle marchandise, largement produite et largement consommée.

La *démocratisation* du trafic a eu pour conséquences toutes les conséquences ordinaires d'une démocratisation : d'une part, une *nervosité* souvent malade, une *accentuation* peu réfléchie de *tendances passagères*, un *développement anormal de certaines individualités*.....; et de l'autre, une *faculté plus générale d'action*, une *sélection moins radicale*. une *action plus vive*, une *égalité plus parfaite entre chacun*....: le marché à terme est une institution démocratique, tout à la fois néfaste et bienfaisante. De même que notre société le marché à terme aurait pu se développer suivant des règles moins absolues et plus heureuses ; mais nous sommes actuellement en face d'un *courant* que l'on ne peut plus arrêter mais endiguer parce qu'il est *trop fort*, d'une *institution* que l'on ne peut plus supprimer, mais surveiller, parce qu'elle s'est implantée chez nous au point d'être devenue *nécessaire*.

Le marché à terme de bourse est donc le produit d'une évolution lente, arrivée aujourd'hui à son but. Si, au moment où le besoin de capitaux étrangers se fit très spécialement sentir dans le commerce, tout un système de warrants s'était développé avec l'intervention de capitalistes ou de banquiers prêtant sur garanties réelles ainsi qu'à Londres, peut-être le mouvement aurait-il été retardé ; mais le problème du fractionnement des risques ne trouvait point ainsi de solution.

Aujourd'hui, il ne s'agit pas seulement de maudire le mar-

ché à terme et de l'interdire : il faut le remplacer par quelque institution tenant compte des nécessités actuelles. Le problème, s'il n'est pas totalement insoluble est, en tous cas, insoluble pour quiconque veut faire disparaître cette *forme* d'ici demain, d'ici l'année prochaine, d'ici dix ans.

Depuis un demi-siècle, les besoins ont surgi nombreux dans le grand commerce ; le marché à terme répond à ces besoins : tant que l'on n'aura point indiqué un mode permettant, *sur la base de conditions identiques, l'intervention de capitaux étrangers, le fractionnement des risques et un trafic à découvert*, la solution ne sera pas trouvée.

Quant à nous, nous apercevons la solution de ce problème dans une *transformation* du marché à terme, dans une *plus étroite liaison du trafic à terme et du trafic effectif* et pour arriver à ce but, *sans fractionner indéfiniment le trafic*, nous proposerons, en principe, de *sectionner* le marché à terme sur *un nombre restreint de types*, de préciser les conditions des places à l'aide d'éléments nouveaux et riches en conséquences : tandis que les commerçants en marchandises effectives et les industriels pourront utiliser directement le marché à terme d'une façon plus fréquente, les joueurs se trouveront quelque peu gênés par toute la nouvelle technique du grand commerce.

Le marché à terme de bourse en marchandises est la plus haute expression de la spéculation à crédit ; il assure une égalisation des cours à travers le temps d'une façon généralement plus parfaite ; il permet l'égalisation la plus remarquable des cours à travers l'espace ; il sert souvent à l'assurance contre la fluctuation des cours d'une façon plus heureuse pour l'assuré que pour l'intérêt général ; il donne la faculté de fractionner les risques de la fluctuation des cours(1).

(1) Remarquons ces indications du secrétaire général Leinkauf : « pour l'homme d'affaires qui achète et vend des marchandises effectives, et pour les arbitragistes, le marché à terme est aujourd'hui une nécessité, pour la spéculation, une facilité, tandis que toutes ces entreprises ont besoin d'un marché puissant, sur lequel peuvent être achetées ou vendues de plus

Le marché à terme de bourse en marchandises est, de même que le marché à terme de bourse en valeurs, la plus haute expression de la spéculation à crédit (1). Il permet aux contractants de ne point s'embarrasser de quelque marchandise, de ne point lier leurs capitaux dès l'heure du contrat ; aussi double-t-il, triple-t-il, décuple-t-il même parfois le trafic, rendant tout engagement moins lourd, rendant plus aisées toutes opérations rattachées à une opération effective et toute réaction contre le courant actuel de hausse ou de baisse ; la moindre fluctuation des cours devient de suite l'objet d'arbitrages dans le temps et l'espace à cause de ces facilités : une offre ou une demande suffit pour rétablir l'équilibre sans qu'il y ait forcément transfert de propriété ou déplacement de marchandises ; les capitalistes acceptent plus aisément d'intervenir avec leur fortune.

Le marché à terme de bourse en marchandises permet généralement une égalisation plus parfaite des cours à travers le temps ; c'est là surtout une conséquence du développement, en système, des reports, qui donnent au taux de l'argent une influence croissante. Toutes les fois que le cours du terme sera bien conforme au cours qu'aura effectivement le disponible au jour de l'échéance, tout écart sensible entre le cours de deux termes successifs ou d'un cours au comptant et d'un cours à terme attirera les capitalistes qui offriront le secours de leur fortune ; et la concurrence entre ceux-ci aura des résultats autrement importants que la concurrence entre prêteurs sur warrants.

Le marché à terme de bourse assure l'égalisation la plus parfaite des cours à travers l'espace. L'offre et la demande ne tiennent plus compte seulement, dans notre société actuelle, des stocks qui sont présents sur la place et des stocks que

grandes quantité de grains, sans qu'il en résulte des fluctuations sérieuses vers la hausse ou vers la baisse » (*Stenographisches Protokoll der Expertise über den Terminhandel in Getreide*, p. 13).

(1) Cette idée générale a été bien saisie par le professeur Max Weber (V. Die technische Funktion, *Deutsche Juristen Zeitung*, 1^{er} juillet 1896).

l'on doit y diriger ; elles tiennent compte de toutes les *possibilités*. Les arbitragistes n'ont besoin, pour être utiles, que de connaître les relations générales de la production et de la consommation et le prix des transports. Considèrent-ils le cours du terme sur la place B comme n'étant point en relations exactes avec le cours du terme sur la place A ? Ils font une opération sur chacun des deux marchés afin de profiter de cette absence d'équilibre, parce qu'il leur est de suite ou leur sera possible quelque temps avant le moment fixé pour la livraison de transporter avec profit telle marchandise de la place B à la place A et de la place A à la place B ; dans la dernière de ces hypothèses, ils ne transporteront effectivement les produits d'un marché sur l'autre que s'ils y ont intérêt et comme, s'ils y ont intérêt, l'écart sera assez notable entre le prix des marchandises sur chaque marché, ils seront alors utiles ; si, au contraire, ils n'y ont aucun intérêt, l'écart étant devenu très minime ou même la situation se trouvant renversée à la suite de quelque réaction, un règlement pécuniaire, après une opération inverse sur chaque marché, sera *plus heureux* qu'un transport de marchandises sur une place où celles-ci seraient moins utiles, d'une place où elles seraient devenues plus utiles. Cette faculté de tout régler par le paiement de différences est des plus notables lorsqu'il s'agit d'*arbitrages combinés à la fois et dans l'espace et dans le temps* plusieurs mois à l'avance : ces opérations, qui donnent aux prévisions un caractère international et qui, à ce titre, ont une énorme importance dans notre vie économique, peuvent, grâce à la faculté de se couvrir aisément par deux marchés semblables et inverses et de tout terminer par un règlement pécuniaire, devenir moins néfastes au cas de réaction ou d'erreur dans les prévisions générales.

Le *marché à terme de bourse* est devenu dans le monde du haut commerce et dans celui de l'industrie une grande institution d'assurance contre la hausse ou la baisse du cours des *marchandises de bourse* (1).

(1) V. à un point de vue très général le petit fascicule : *Der Terminhan-*

Les commerçants en gros, les importateurs, les meuniers, les filateurs, les détenteurs momentanés de notables quantités de marchandises, les personnes qui ont accepté des commandes *au prix courant*, les soumissionnaires de l'Etat ou de grandes administrations peuvent se mettre à l'abri d'une baisse ou d'une hausse des cours et transférer les chances de gain, mais aussi les risques de pertes, à une autre personne qui se fait assureur et compte sur une sorte de prime, sur une différence plus ou moins sensible entre le prix d'achat ou de vente à terme et d'une vente ou d'un achat ultérieur, pour la rémunérer des dangers auxquels elle a accepté de se trouver exposée.

Quelques maisons des différents pays du monde doivent leur succès à l'adresse avec laquelle elles attirent les ordres, en acceptant les marchés à des conditions, en apparence, très dangereuses pour elles, très favorables pour leur clientèle ; et cependant elles ne se trouvent guère plus exposées que si elles faisaient des marchés en disponible, tant elles savent bien tirer profit du marché à terme soit en produits bruts, soit en semi-manufacturés, soit en espèces d'autres pays ou en change avec d'autres places. Toutes ces combinaisons, auxquelles les industriels français semblent plus lentement s'accoutumer, ont permis à de nombreuses maisons étrangères de nous supplanter dans plusieurs pays : elles laissent une très large place à l'ingéniosité de chacun.

Les marchés à livrer ou marchés à terme ordinaires et les contrats maritimes tels que les *cafs* se sont développés avec

*del, Abdruck der hamburgischen Börsenhalle, Hamburg, 1892 ; — V. not. : Material, Sten. Ber., passim ; Wiedenfeld, Der deutsche Getreidehandel, Jahrbücher für Nationalökonomie, III^e série, t. VII, p. 184 ; Jacobson, Terminhandel, p. 131 ; Th. Ellison, The Cotton Trade of Great Britain, London, 1886, p. 116 ; le Report of the Committee on Agriculture and Forestry, on Cotton Production and Consumption, Sen. Reports (des Etats-Unis), n^o 986, 53 d Congress, 3 d Session, nous montre très bien combien le système des *hedgings transactions* est devenu courant dans le commerce et dans l'industrie des Etats-Unis durant les dernières années (le rapport, très long, date de 1895).*

le désir de profiter de toutes circonstances favorables, quitte à supporter parfois les risques d'une baisse ou d'une hausse des prix ; deux désirs inverses se dégagèrent lentement : celui de participer à des risques dans l'espérance de gains considérables, celui de ne s'exposer à aucun risque dans la crainte ou l'attente d'une perte. Mais l'individualité de chaque marché mettait un obstacle à l'établissement en système du transfert des risques d'une personne à une autre : il fallait trouver quelqu'un appartenant au commerce ou à l'industrie en question, et désireux de détenir un jour les marchandises elles-mêmes individualisées en quantité et qualité pour en faire usage ou les revendre. Lorsque le *marché à terme* apparut, un changement important se produisit : il devint aisé de conclure une opération ; il devint aisé de conclure une opération semblable et inverse. Dès lors, au lieu de s'assurer tel prix pour telle marchandise déterminée, on s'assura un prix pour une marchandise désignée à l'aide de signes généraux ; en réalité, on s'assura un prix.

Mais qui s'assure et qui devient assureur avec le développement de ce système ? On ne peut répondre à cette question par cette réponse qui nous permettrait de voir dans cette fonction d'assurance la fonction principale du marché à terme de bourse : d'autres personnes qui s'assurent contre des risques inverses. D'abord, il n'y a pas une égalité complète entre le nombre des assureurs contre la baisse et le nombre des assureurs contre la hausse des cours ; et puis, surtout, un marché qui serait composé d'hommes aussi indifférents que des assurés nous fournirait des éléments incomplets de prévisions et deviendrait, de suite, la plus néfaste des institutions pour l'intérêt général : les répartitions, les arbitrages, tout se ferait sur cette base fragile !

Les personnes, qui s'assurent, sont-elles de petits capitalistes ; les personnes, qui se font assureurs, sont-elles de forts capitalistes ? Une réponse franche et nette à ces deux questions connexes est impossible : aucune statistique ne peut nous fournir d'éléments ; il est difficile de répondre né-

gativement d'une façon absolue ; il serait plus difficile encore de répondre affirmativement sans de très grandes réserves. Le ministre Buchenberger insiste sur deux points : ce sont les grands négociants en grains qui s'assurent ; les petits meuniers ne peuvent se couvrir (1). M. Kienboeck ajoute : et ce sont les petites fortunes qui supportent les risques (2). Si ce sont là des constatations et des affirmations trop absolues, celles-ci n'en sont pas moins vraies dans une large mesure : on ne peut opérer à terme que sur des quantités importantes ; il est aisé de s'assurer ainsi un prix, difficile et surtout rare de s'assurer une marchandise nécessaire en même temps qu'un prix ; les droits de provision rendent une assurance assez onéreuse pour toute personne n'habitant point la place. Le marché à terme est donc surtout utile aux commerçants notables des principaux centres commerciaux ; mais son champ d'application ne se limite point là : les fabricants (meuniers, filateurs), d'une province ou d'un pays plus ou moins éloigné peuvent, grâce à lui, travailler à façon en maintes circonstances ; et un sectionnement entre le domaine du commerce et celui de l'industrie a de nombreux avantages.

Si l'assurance contre la fluctuation des cours s'est développée d'une façon notable durant les dernières années, c'est qu'elle est devenue sans cesse moins onéreuse : le grand commerce ne se soucie plus guère de supporter les risques parce que les bénéfices ne sont point en rapport avec les dangers ; et cette situation est due dans une certaine mesure aux joueurs : les joueurs forment donc une grande partie des assureurs, parce qu'ils renforcent le parti des *haussiers*.

(1) *Grundzüge der Agrarpolitik*, p. 265. — M. Eschenbach dit avec raison que le marché à terme est inutile aux petits meuniers (Zur Reorganisation des Termingeschäfts. *Preussische Jahrbücher*, t. LXVIII, p. 503).

(2) *Der Terminhandel in Getreide*, p. 19. — Cf. M. Hammesfahr (*Der Feenpalast*, dans *Die Zukunft* du 7 août 1897 : « la célèbre question d'une couverture n'est rien d'autre qu'un prodigieux charlatanisme. Toute opinion opposée ne tient compte que de l'avantage de celui qui se couvre tandis qu'elle ne se soucie du sort de ceux qui assurent la couverture pas plus que s'ils n'existaient pas. »

Les assurances peuvent troubler le marché et l'égalisation des cours à travers le temps et l'espace (1) : elles pèsent dans tel ou tel sens, elles accentuent certaines tendances, ou amènent une réaction, sans motifs sérieux : heureusement que l'importance des transactions assure généralement une déperdition presque totale de ce mouvement anormal. On peut saisir, maintenant, pourquoi nous ne tenons pas la pure fonction d'assurance comme une des fonctions les plus heureuses du marché à terme de bourse, pourquoi nous demanderions même l'interdiction de celui-ci si tel était son rôle principal dans notre société et si nous ne savions pas qu'une telle interdiction est inutile.

Une fonction du marché à terme de bourse qui est beaucoup plus importante que la dernière, qui est assez voisine mais nettement différente, bien que les économistes, lorsqu'ils l'indiquent, ne l'en distinguent point, c'est celle de *fractionner les risques*, de répartir entre de nombreuses personnes les gains et les pertes éventuels, de rendre possible une intervention purement momentanée, et, ainsi, de donner au marché des allures moins brusques, d'assurer une égalisation plus parfaite des cours, en supprimant les forts à-coups provenant d'une simple surcharge ou de transactions peu suivies.

Grâce à ce fractionnement, les commerçants peuvent se livrer à un trafic assez considérable, en se contentant d'un bénéfice qui serait insuffisant sans marché à terme (2). L'idéal est pour la puissance financière le commerce de Londres qui détient lui-même d'énormes capitaux et qui a su développer le système du warrant et du prêt sur warrant ; les négociants du continent se trouvent rarement dans une aussi belle situation ; ils doivent chercher une aide dans un trafic qui rend tout engagement moins lourd, qui permet un fractionnement des risques de baisse ou bien de hausse. C'est là

(1) V. chap. IV, n° V.

(2) *Stenographisches Protokoll der (æster.) Expertise über den Terminhandel in Getreide*, p. 44.

une fonction que les *agriculteurs* surtout n'auraient point dû perdre de vue et à laquelle ils auraient dû réfléchir avant d'interdire le marché à terme en grains.

En un mot, *le marché à terme de bourse est une expression démocratique du besoin d'un trafic à découvert, du besoin de capitaux étrangers au commerce et du besoin du fractionnement des risques.*

CHAPITRE IV

LE JEU DE BOURSE, L'AGIOTAGE ET LES MARCHÉS A TERME DE BOURSE.

- I. — Le jeu de bourse au point de vue économique : le joueur est un spéculateur qui a de fortes chances de se tromper dans ses prévisions ; notions inexactes puisées dans l'activité extraprofessionnelle d'une personne, la disproportion entre l'importance d'une opération et la fortune d'une personne, l'intention d'exclure toute livraison effective ; la définition de Neuwirth. — Les conséquences économiques du jeu de bourse. — L'agiotage au point de vue économique : définition ; les étranglements et les éloignements de marchandises ; les baisses factices. — Les conséquences économiques de l'agiotage.
- II. — Le jeu de bourse au point de vue juridique : l'exception de jeu ne peut être invoquée contre une opération de bourse qu'en recherchant l'intention des parties et le but économique de l'acte. Circonstances de fait sur lesquelles on peut baser une exception de jeu : marchés à terme, marchés au comptant. — Le législateur a-t-il confirmé telle théorie plus ou moins artificielle ? En ce cas, coexistence d'une exception de jeu s'appliquant à telles formes de contrat et d'une exception de jeu basée sur les circonstances de fait. Le législateur a-t-il voulu, au contraire, mettre un terme à l'instabilité des relations ? En ce cas, a-t-il visé les théories factices de la doctrine et de la jurisprudence, ou bien a-t-il voulu considérer toute opération de bourse comme un contrat valable, sans que le juge n'ait le droit de rechercher l'intention des parties. — Conséquences juridiques de l'admission d'une exception de jeu, selon le droit en vigueur en Allemagne.
- III. — Les marchés différentiels : définitions. — Ententes survenant à l'échéance et décidant de tout régler par le paiement d'une différence, leur légalité en Allemagne, leurs dangers au point de vue économique ; la liquidation des marchés à terme de bourse est basée sur des principes tout à fait différents. — Les purs marchés différentiels : indication des principales doc-

trines exposées en Allemagne sur leur nature juridique ; distinction assez courante : exclusion formelle dans le contrat lui-même de toute livraison ; simple intention d'exclure toute livraison effective : dans le premier cas, il n'y a pas forcément jeu, selon nous ; dans le second, impossibilité, selon nous, de construire une doctrine juridique déclarant ces marchés nuls ou sans protection légale. — Faut-il que les législateurs, qui ne l'ont point encore fait, reconnaissent la validité des marchés différentiels ; faut-il qu'ils enlèvent expressément aux juges le droit de rechercher si telle opération de bourse est en réalité un acte de jeu ?

- IV. — Les reports, leur nécessité, impossibilité de leur enlever toute base légale afin d'écarter les joueurs. — Les marchés à primes : leur légitimité, leurs dangers : difficultés pour leur enlever toute base légale ; atteintes de fait aux marchés à primes à la suite des lois d'impôt sur la bourse.
- V. — Influence du marché à terme de bourse sur les cours effectifs : difficultés d'une telle étude. — Théorie générale de l'influence des marchés à découvert. — Ce que prouvent réellement les statistiques publiées par MM. Cohn, Kantorowicz, Conrad et Bayerdœrffer et par la commission d'enquête sur la bourse. — Les théories des anti-optionistes américains, de MM. Schumacher, Charles W. Smith, William E. Bear et Hammesfahr sur l'effet dépressif du marché à terme en ce qui concerne les marchés américains et anglais et le trafic international. — Attaques dirigées en Allemagne contre les marchés à découvert qui déprimeraient les prix. — Vrais effets du marché à terme sur les cours effectifs.
- VI. — La qualité des marchandises livrées en vertu de marchés à terme de bourse : livraison de marchandises voisines de la qualité fixée par les usances comme qualité minima, ses dangers, ses avantages. — Du mélange des grains. — Effets du marché à terme sur la qualité des marchandises produites.

I

Le spéculateur qui prévoit exactement l'avenir est utile socialement, en même temps qu'il tire de ses actes un profil personnel ; le spéculateur qui se trompe dans ses prévisions

est néfaste à lui-même et à la société (1). Nous pouvons donc dire, en nous plaçant sur un terrain solide, mais entouré de précipices, peut-être, de toutes parts, que le spéculateur, dangereux socialement et appelé communément *joueur*, est celui qui, pour un motif quelconque, a de fortes chances de se tromper dans ses prévisions ; ou, si l'on préfère cette autre notion : celui qui, pour un motif quelconque, n'a point de fortes chances de prévoir exactement l'avenir (2).

Ce n'est point encore là une définition complète ; une autre, très voisine de celle-ci, est sensiblement plus parfaite : le joueur est un spéculateur qui, pour un motif quelconque, a de fortes chances de produire une impression néfaste sur

(1) Pour l'établissement de ces principes, voir 1^{re} partie, chapitre I^{er}, n^o II.

(2) La définition du jeu de bourse que le directeur Alexander donna devant la commission d'enquête (Material, *Sten. Ber.*, p. 447) : « le jeu commence où manque un examen sérieux » ; et celle du professeur Fuchs : le spéculateur est celui qui « prévoit », le joueur « celui qui s'abandonne au hasard » sont en fait très voisines de la nôtre. Notre notion du jeu de bourse est proche de celle de Mac Culloch (*Princ. of Political Economy*, p. 261 et s. ; *Principes d'Economie politique*, trad. Planche, t. I, p. 380) ; elle s'en distingue nettement tout au moins dans une double direction ; elle a sa base dans une observation particulière, dans un système raisonné et non sur une observation très générale et très vague ; elle tient un plus large compte du but économique de l'acte : « On peut appeler spéculation sûre et conséquemment légitime, celle dans laquelle estimation faite avec soin des éventualités favorables et défavorables, les premières prédominent ; tandis qu'on appelle jeu une spéculation dans laquelle les éventualités sont inconnues ou à peu près égales... On empêche (avec la spéculation) les prix de tomber assez bas pour nuire aux fermiers ou, du moins, on les maintient à un taux supérieur à celui qu'ils eussent atteint autrement ; on entretient dans le peuple des habitudes de prévoyance et l'on arrête cette prodigalité insensée qui a toujours lieu dans les années d'abondance. »

L'attaque dirigée dernièrement contre la doctrine de Mac Culloch par M. H. C. Emery (*Speculation on the Stock and Produce Exchange of the United States*, 1896, p. 95) : « On ne peut soutenir qu'une étude attentive des probabilités soit étrangère à la nature du jeu », ne saurait être considérée comme concluante ; nous ne parlons, ni Mac Culloch, ni nous, de « jeu » mais de la spéculation économiquement blâmable, appelée « jeu de bourse » ; l'expression courante que nous avons écartée, mais à laquelle nous avons dû revenir pour être compris du lecteur, obscurcit la solution de la question.

les cours (1). Une telle notion est malheureusement si obscure pour quiconque ne la rattache pas étroitement à notre exposé sur le rôle économique de la spéculation que nous l'abandonnons sitôt indiquée.

Nous opposons notre définition du *jeu de bourse* à celles qui puisent les éléments de leur solution dans les trois circonstances suivantes ou dans une ou deux d'entre elles : opération en dehors du cercle de l'activité professionnelle d'une personne ; opération en disproportion avec la fortune d'une personne ; opération ne devant pas se terminer par une livraison effective, mais par le paiement de simples différences (2).

Nous n'avons là que des signes extérieurs, ne répondant point nécessairement à une réalité (3), où bien nous nous

(1) Nous saisissons plus tard les avantages de cette définition.

(2) Indiquons quelques notions du jeu de bourse, basées sur ces trois caractéristiques, notions parfois purement juridiques, nous le reconnaissons. M. Virgile Rossel considère comme des « faits concluants » : que le « marché à terme intervienne entre personnes qui ne possèdent pas l'objet du marché et qui n'ont ni les moyens, ni le désir de le posséder jamais », que « l'opération ne rentre pas dans le cercle d'activité des contractants », qu'« elle soit d'une importance telle qu'on doive l'envisager comme hors de proportions avec les ressources des parties, qu'elle comprenne plus de valeurs ou de marchandises qu'il n'en existe, que l'une des parties ait par son silence adhéré à la volonté de jouer exprimée par l'autre » (*Zeitschrift für schweizerisches Recht*, t. XXXIV, p. 512) : c'est là surtout une notion littéraire. — MM. Lyon-Caen et Renault : « les joueurs sont des personnes qui ne se font pas livrer et qui ne livrent pas des titres, mais qui cherchent à réaliser des bénéfices sur les différences de cours » (*Manuel de droit commercial*, 1891, p. 547) ; cf. E. Hülsner (*Die Börsengeschäfte*, p. 17). — M. Rougier : « la disproportion des valeurs achetées ou vendues avec la fortune réelle du spéculateur est le signe caractéristique du jeu » (*Les réformes proposées sur les opérations de bourse*, p. 8) ; M. C. W. Smith : « un joueur est une personne qui vend ou achète à terme une trop grande quantité proportionnellement à son capital » (*Commercial Gambling : the principal causes of depression in agriculture and trade*, London, 1893, p. X). — Les trois doctrines ont été soutenues par nos tribunaux avant la loi de 1885 ; cf. aussi sur les théories défendues par la jurisprudence américaine le livre très complet de Dewey (*A treatise on contracts for future delivery and commercial wagers*, New-York, 1886, p. 76 et s.).

(3) Le professeur A. T. Hadley (*Economics*, New-York, London, 1896)

trouvons en face de simples préjugés, d'autant plus forts et tenaces que les plus graves abus se présentent, en fait, sous des formes identiques.

Un fonctionnaire, un officier, par exemple, peut très bien être au courant de la situation économique de telle industrie ou du commerce de telles marchandises ; et ce n'est point là, nous a-t-on affirmé sur différentes places, un fait extraordinairement rare. Une personne spéculant professionnellement sur les grains peut, très bien, faute d'intelligence ou d'études, ou par suite de son tempérament, s'engager à la hausse ou à la baisse d'une façon inconsidérée. Et, en ce qui concerne spécialement la spéculation sur valeurs, il est au moins fort difficile de dire quelles personnes y participent sans y être appelées *professionnellement* ou à quelque titre voisin de celui-là.

Qu'importe que j'aie ou non entre les mains une somme suffisante pour acheter à beaux deniers les titres ou marchandises que j'ai vendus à découvert ; il me suffira pour les lever de posséder la différence entre le prix d'achat et celui de vente : je crois qu'on finira un jour d'ergoter sur ce point, alors surtout que l'on considérera comme exact le mot du professeur Laband : « le but d'une opération commerciale ne consiste pas dans l'acquisition et la transmission de la possession effective des marchandises, mais dans un achat meilleur marché et une vente plus cher » (1). Quels sont les spéculateurs les plus dangereux au point de vue social ? Les plus riches, parce que, si leurs principes de moralité sont quelque peu relâchés, ils deviennent bientôt des agioteurs,

insiste sur ce point que l'on ne peut chercher la différence entre la spéculation légitime et le jeu *dans la forme des transactions*, mais dans l'intention des parties et le but qu'elles se proposent d'atteindre (voir p. 110). — Le même auteur établit une distinction entre la spéculation légitime et le jeu sur des bases trop étroites : la spéculation commerciale est, dit-il, analogue tantôt à l'assurance, tantôt au jeu ; dans le premier cas, elle est légitime, dans le second, illégitime (voir p. 100).

(1) Dans son remarquable article sur les marchés différentiels, *Politische Wochenschrift*, 1882, p. 42.

pesant sur les cours pour accentuer toute tendance passagère qui leur serait favorable. L'impression produite sur les cours n'est-elle point toujours la même quelle que soit la personne, pauvre ou riche, qui ait fait l'opération (1)?

D'ailleurs pour emprunter à notre confrère Odier, une opposition quelque peu accentuée, mais fertile en conséquences en sa simplicité : devons-nous préférer à une personne « peu fortunée, qui a l'intelligence des affaires », une autre qui a de la fortune, « mais joue pour se procurer des émotions » (2) ?

Le conseiller Bæhr, qui s'était trop laissé émouvoir par les tristes tableaux des malheurs humains, ne nous a point caché pourquoi les considérations de fortune devaient jouer ici, selon lui et selon d'autres personnes, un rôle fort important : le riche peut perdre une partie de sa fortune ; toute perte sera pour lui une sensible leçon ; tandis que pour le pauvre ce serait la misère.... sa propre misère et celle des siens (3). Ce sont des motifs semblables qui ont dû pousser ses anciens collègues du Tribunal d'Empire à interpréter d'une façon sans cesse plus extensive les principes posés sur la nature et les caractéristiques des *marchés différentiels* :

(1) Il y a jeu cependant dans une circonstance particulière, et pour des motifs qu'il faut rechercher dans notre seconde définition du jeu de bourse : lorsqu'une personne, prévoyant exactement l'avenir, spéculé avec des moyens tellement insuffisants qu'elle se trouvera probablement forcée de liquider sa situation lors d'une fluctuation momentanée des cours ; le spéculateur aura tout d'abord bien dirigé le cours du terme ; par cela même qu'il devrait liquider sa situation en un moment de hausse ou de baisse momentanée et qu'il accentuerait un mouvement passager, il serait néfaste socialement. Nous ne considérons point la question de fortune comme décisive sur le point de savoir s'il y a ou non jeu, ni même comme fournissant un élément très important de la solution, comme le croient MM. Pfleger und Gschwindt (*Börsenreform*, III, abs. 1897, p. 43), bien que nous désirions écarter les personnes sans fortune de la spéculation de bourse.

(2) *Zur Frage der Börsenreform (in der Schweiz)*, premier rapport, p. 46.

(3) *Das Börsenspiel und die Gerichtspraxis*, p. 7.

J'ai acheté et vendu la même quantité de titres ou de marchandises avant l'arrivée du terme; peu importe, au point de vue social, que je prenne livraison pour livrer ensuite à mon acheteur ou bien que je paie à mes deux contreparties ou reçoive d'elles la différence entre le cours de liquidation et le cours de chaque opération, tandis que titres ou marchandises iront directement de celui qui doit livrer effectivement à celui qui désire recevoir livraison. Or, nous l'avons dit et cependant nous ne saurions trop le répéter tant l'erreur est tenace, les conjonctures ont pu changer; il y avait, peut-être, sagesse à racheter avant l'échéance ce que l'on avait déjà vendu et à ne plus peser sur les cours dans telle ou telle direction. L'envoi de ces marchandises à la suite de tel arbitrage, combiné deux ou trois mois à l'avance sur la base du terme, aurait pour conséquence d'opprimer le marché auquel il était destiné et d'enlever au marché d'expédition une marchandise qui lui est devenue plus utile: mon devoir social, aussi bien que mon intérêt personnel est de régler cette opération par le paiement de différences; c'est là, d'ailleurs, un point sur lequel on ne saurait trop attirer l'attention de nombreux arbitragistes, qui poursuivent toujours une opération commencée.

Quant à l'intention de se couvrir avant ou à l'arrivée du terme, elle n'est nullement blâmable: quiconque la considère comme blâmable ne comprend pas ou nie le rôle social du marché à terme de bourse. L'opération, que l'on avait conclue, avait pour but de couvrir contre une fluctuation de cours; or, les qualités livrables en vertu des conditions pour marchés à terme de bourse n'étaient point celles qui étaient absolument nécessaires pour la confection de tel tissu, de telle farine..., la livraison effective de la marchandise, importée ou semi-manufacturée, devait avoir lieu en quelque ville ou village de la province à la suite de quelque *marché à livrer*.... Ce sont les marchés devant, dès l'origine, dans l'intention des parties, se résoudre par un règlement différentiel qui rétablissent les équilibres brus-

quement rompus, atténuent les crises ; ce sont eux qui permettent de conserver des stocks importants sur les grands marchés ; d'ailleurs, une telle intention ne nous empêchera pas de réclamer en maintes circonstances l'exécution effective du contrat, alors même que nous n'aurions nullement pour but de produire quelque impression plus ou moins factice sur les cours : nous avons établi une balance sur les deux plus notables marchés en tel produit, la hausse survient où nous attendions la baisse et inversement ; nous réclamerons la livraison où tout devait dans notre esprit se résoudre par le paiement d'une différence (1).

D'ailleurs, le jeu sur des marchandises détenues effectivement est tout aussi possible que le jeu sur des marchandises que l'on détiendra un jour ou même que l'on ne détiendra jamais : ses effets sont plus terribles, plus immédiats parce qu'ils ne peuvent pas se déperdre en partie dans un flot énorme. Le jeu sur warrants a surpris à Londres en certains moments une forme des plus maladives (2).

Quant aux économistes qui préfèrent se rattacher aux notions classiques de *capital* et de *travail*, dont ils ne nous donnent point une définition un peu claire et précise, ils analysent généralement les diverses circonstances de la vie pratique, où, selon eux, il y a jeu d'une façon certaine et éclatante. Neuwirth nous a donné une telle définition dans une page écrite au lendemain de la crise viennoise de 1872 et sous l'influence de divers événements plus particuliers à ces pénibles moments : « Toute spéculation, où ne sont mis ni capital, ni travail, qui, reposant exclusivement sur des opérations fictives, n'amène le succès et n'atteint son but, le gain, que lorsqu'elle réussit à produire d'une façon artificielle une hausse momentanée et à trouver des preneurs à ce prix.... ; toute spé-

(1) Cf. une notion qui a eu longtemps notre préférence : l'acte de jeu est celui de toute personne qui terminera certainement l'opération par un règlement différentiel ; l'acte de spéculation, celui de toute personne qui terminera l'opération de la façon qui lui sera la plus avantageuse : c'est là une notion qui nous paraît maintenant quelque peu étroite.

(2) Material, *Sten. Ber.*, p. 3561 (prof. Lexis) ; F. Hecht, *Die Warrant*.

culatation qui, dépassant de beaucoup l'importance du capital et la demande réelle, n'est pas une opération de pure spéculation, mais seulement un agiotage basé sur l'escroquerie et la tromperie ; toute spéculation dont la base n'est point la prévision d'une fluctuation de cours, qui arrivera dans un avenir plus ou moins proche, mais seulement la faiblesse et l'incapacité d'un public qui se laisse tromper ou veut être trompé, — une telle spéculation ne manque pas seulement de base économique, mais est déplorable parce qu'elle est immorale et dangereuse d'une façon absolue pour le bien-être général (1). » Emporté par sa fougue ordinaire, l'économiste autrichien illumine ses phrases de mots ou expressions sonores et construit des hypothèses relatives à l'agiotage ou à des cas très particuliers.

Empruntons au professeur Julius Wolf son tableau des conséquences économiques du jeu de bourse (2) :

A. — *Conséquences pour ceux qui y prennent part :*

Abandon partiel ou total de leur profession originaire ou de leurs liens de service. Démoralisation de leur personnalité. Changements dans la situation économique et financière du joueur. Par là, menace de son existence économique et morale, chagrins et besoins non seulement pour sa propre personne mais aussi pour la famille qu'il dirige naturellement ou qu'il est chargé de diriger.

B. — *Conséquences pour ceux qui n'y prennent point part et pour la société :*

I. — Rejaillissement des pertes matérielles du joueur sur d'autres, sur ceux qui n'y prennent point part, à des *innocents* :

1° Aux simples particuliers qui sont en relations directes avec lui ;

2° Lorsque le joueur gère la fortune de simples particuliers

(1) *Bank und Valuta*, t. II, *die Spekulationskrise von 1873*, p. 320.

(2) *Zur Frage der Börsenreform (in der Schweiz) ; Gutachten*, III, p. 31.

(par exemple : d'orphelins) ou d'entreprises : désastre de ceux-ci, des actionnaires, des créanciers de l'entreprise ;

3^e Lorsque le joueur administre les fonds publics : atteinte de l'Etat, des communautés.

II. — Pour la vie commerciale :

Introduction de mauvaises pratiques dans le commerce.

Banqueroutes, faillites, ébranlement de la confiance réciproque.

III. — Pour la vie publique :

Augmentation des crimes, des abus de confiance, des escroqueries.

.. Elévation de personnes incapables (joueurs de profession) à une position influente et puissante.

Malsaine répartition de la fortune, affaiblissement de la classe moyenne.

Apparition du mécontentement social, regain de force aux éléments destructifs.

Atteinte au bien-être national.

IV. — Atteinte à la réputation du pays et du peuple à l'étranger.

Ce tableau sera presque parfait, bien que l'on puisse en discuter quelques données, lorsque nous y aurons ajouté ce que nous considérons comme le point capital : fluctuation des cours, probablement plus sensible.

Si le joueur a un rôle néfaste d'une façon, sinon toujours inconsciente, du moins involontaire, l'agioteur cherche à fausser les prix pour tirer parti de la hausse ou de la baisse qu'il a artificiellement produite (1). L'intention du joueur et celle de l'agioteur sont donc seules différentes.

De tous les actes d'agiotage, les plus courants, sans doute, en tous cas les plus connus, sont bien les *étranglements* (Schwænze ou Corners) qui se produisent lorsque les provi-

(1) Le sens de ce mot n'est point complètement fixé. — On en fait parfois un synonyme de jeu différentiel (cf. *Saling's Børsenpapiere*, I Theil hg. von Siegfried, p. 87). On emploie aussi ce mot dans un sens particulier à propos de l'émission de valeurs et des *agios* des émetteurs.

sions disponibles de marchandises ne suffisent pas à l'exécution imposée de marchés à terme à découvert (1). Des spéculateurs achètent à terme telle quantité de telles marchandises ou de telles valeurs parce qu'ils croient que leur contrepartie ne pourra, à l'échéance, remplir ses engagements : sous l'effet d'une demande sans cesse plus pressante des vendeurs à découvert, une hausse insensée se produit sur le marché en disponible ; lorsqu'il n'y a plus de marchandises, il ne reste plus aux spéculateurs imprévoyants qu'à transiger ; les conditions des acheteurs sont alors terribles toutes les fois qu'ils se sentent en face de personnes solvables.

Pour favoriser la spéculation à la hausse, les agioteurs emploient aussi un procédé connu sous le nom d'*éloignement de marchandises* (Abschiebung) : par tous moyens, on empêche d'arriver sur le marché les marchandises qui devraient y venir pour l'approvisionnement ; c'est là une manœuvre assez courante lorsque l'on veut faciliter les *étranglements* en marchandises ; son résultat est une sorte d'*étranglement imparfait*.

Pour obtenir une baisse factice, on attire des quantités considérables de marchandises ; si on a soin de louer tous les magasins disponibles sur la place, le mouvement peut être fort sensible (2).

Nous n'indiquons ainsi que quelques moyens, entre mille, qui permettent d'amener la fluctuation désirée des cours. Tous les artifices ont été employés, mais ils n'ont pas tous réussi : les agioteurs ont vu se développer en même temps que leurs forces, les relations terrestres et maritimes, qui assurent de très rapides réactions.

(1) H. Schumacher, *Getreidebörse, Jahrbücher für Nationalökonomie*, 3^e série, t. XI, p. 209.

(2) Rappelons aussi l'opération connue sur les marchés autrichiens sous le nom de *Schreckschuss*. Une personne vend des quantités considérables pour un mois déterminé et annonce, dès le premier jour du mois où elle peut livrer, un huitième, un dixième de la quantité totale ; les spéculateurs à la hausse s'affolent, transigent à toutes conditions alors que le spéculateur à la baisse se trouverait fort embarrassé d'avoir à livrer tous les grains vendus !

Les conséquences de l'agiotage sont généralement les mêmes que celles du jeu : elles sont néfastes pour autrui, d'une façon beaucoup plus immédiate.

II

Trop imbus, parfois, de surannés principes d'Économie politique (1), trop habitués, plus souvent, à rencontrer le jeu de bourse dans la vie pratique sous des formes particulières, beaucoup de jurisconsultes ont fini par s'attacher à de pures formes, risquant à tous instants de violer les droits les plus respectables et par fausser complètement la portée de l'exception de jeu. Il nous faut reprendre la notion juridique du *jeu*, dans son sens primitif, dans sa seule et vraie portée. Un tel exposé nous montrera combien est inexact et artificiel tout système, établi sur la base des marchés différentiels et des marchés à terme et consacré d'abord par la doctrine et la jurisprudence, assez souvent par cette dernière seule ou presque seule : en principe les marchés différentiels, ceux qui doivent dans l'intention commune des parties ou même qui doivent en vertu d'une clause spéciale du contrat, acceptée par elles, se terminer par un règlement pécuniaire, ne sont pas des actes de jeu ; les *marchés au comptant* peuvent laisser une place, assez étroite mais très sensiblement plus large qu'on ne se le figure généralement, à une exception de jeu.

Ne cherchons point quelque définition légale du jeu : nous n'en trouverions peut-être aucune dans les codes modernes : le législateur se réfère toujours en principe expressément ou tacitement à la notion classique.

Or toute notion se rapportant à de simples signes extérieurs, à des formes de contrat, est nouvelle : elle n'a trouvé place qu'à une époque récente dans les écrits de jurisconsultes, dans la jurisprudence, parfois aussi dans la législation ; tant que celle-ci n'a point consacré l'œuvre de la juris-

prudence, il faut chercher les caractéristiques du jeu dans l'intention des parties et le but de l'acte. « Le jeu, nous dit le professeur Dernburg (1), est une entente..., avec le désir de jouer, c'est-à-dire, de s'exposer au hasard et de gagner », une entente « ayant comme conséquence un gain ou une perte ». La première idée, de nature *subjective*, n'est pas facile à préciser sans risquer d'être inexact : la notion de hasard s'en dégage cependant, sans être exclusive de toute étude. La seconde idée de nature *objective* suppose un *but sérieux et utile* : elle nous rejette donc dans le domaine économique où, comme nous l'avons vu, les marchés différentiels ont ou peuvent avoir un *but sérieux et utile*.

Le jeu est d'une absolue improductivité, disait le professeur Thoel, *le jeu n'a jamais rien créé*, disait également un jurisconsulte français : cette idée, pour être inexacte sous une forme aussi absolue, n'en contient pas moins un élément de vérité : *il manque à l'acte de jeu, lorsqu'il est conclu, ce qui est généralement nécessaire à tout acte pour qu'il soit productif* ; si celui-ci devient productif, ce sera à la suite d'événements fortuits ou presque fortuits. Il manque à l'acte de jeu tout *travail* ou un *travail suffisant*, diraient les économistes de l'école classique ; ou il lui manque un but économique (2).

(1) *Lehrbuch des preussischen Privatrechts und der Privatsnormen des Reichs*, Halle, 1897, t. II, p. 421. — Aucun des plus grands maîtres, pas même Windscheid (dans son *Lehrbuch des Pandektenrechts*, t. II, Frankfurt, 1887, p. 612 et s., surtout p. 613) n'a saisi, sauf M. Dernburg, l'importance de l'élément objectif ; dans sa dernière édition de son *Lehrbuch des preussischen Privatrechts*, le professeur berlinois entr'aperçoit le terrain où doit se poser la question du jeu de bourse : en niant absolument que les *marchés différentiels* fussent des actes de jeu, il semblait presque nier autrefois qu'ils pussent le devenir, ce qui était certainement trop absolu.

(2) Telle est bien, nous semble-t-il, la doctrine du code civil français ainsi que nous pouvons l'apercevoir à travers plusieurs phrases sonores : « le désir et l'espoir de gains ne supposent dans ce cas aucune réciprocité de services » ; la loi refuse sa protection « parce qu'on ne peut être heureux au jeu que de l'infortune des autres et qu'ainsi tout lien social est rompu » ; « il ne faut point séparer l'idée de gain et l'idée de travail ».

(Fenet, *Travaux préparatoires du Code civil*, t. XIV, p. 539).

Pour préciser la première de ces deux idées, nous pouvons substituer à la vieille notion de *travail*, la notion plus précise de *connaissance*, indépendante de tout effort ; nous ajouterons, pour compléter la seconde, que nous concevons comme impossible d'appliquer l'exception de jeu toutes les fois que l'acte a un but respectable, au point de vue économique et *notamment* lorsqu'il est une sorte de contrat d'assurance contre les risques de la fluctuation des cours.

Ce qui est donc caractéristique du jeu, *c'est l'intention de faire fortune, en prenant part sans connaissances spéciales à un acte, assez nettement aléatoire et ne poursuivant pas quelque but légitime au point de vue économique* (1). Nous n'avons point à insister sur la première de ces caractéristiques, qui est nettement de nature subjective ; le but économique d'un acte ne se reflète pas forcément dans sa forme. Il faut donc s'en tenir à cette notion générale sans chercher à la préciser autrement qu'en indiquant à grands traits de quel concours de circonstances on peut conclure à l'existence du jeu.

Dans les marchés à terme (marchés à livrer du droit commercial ou marchés à terme de bourse), l'intention de livrer ou d'exiger livraison est presque toujours exclusive de jeu ; elle ne laissera de place à une exception de jeu que dans les cas assez complexes que nous indiquerons à propos des marchés au comptant. L'intention de ne point livrer ou de ne

(1) Remarquons que cette idée juridique n'est point complètement conciliable avec notre théorie économique : il manque à l'acte de jeu, dirons-nous, la chance du succès, laquelle donne seule une base solide à la spéculation ; la chance d'insuccès qui enlève toute base solide à la spéculation, puisqu'elle rendra celle-ci très probablement nuisible à son auteur et surtout à la société, est caractéristique du jeu. — N'insistons pas sur ce point ; nous tirerions d'une telle théorie des conséquences inexactes ou peu exactes : une personne qui spéculé professionnellement sur un article déterminé peut très bien être un joueur au point de vue économique, notamment si elle est incapable, pour tel ou tel motif, de prévoir l'avenir ; elle ne saurait l'être au point de vue juridique, car elle n'aurait pas, selon la notion classique, *l'intention de jouer* et « elle poursuivrait un but légitime au point de vue économique » !

point exiger livraison est un premier élément ; un autre élément, important, est la participation au trafic d'une personne qui n'est ni du métier, ni d'une compétence spéciale ; un troisième, dont il faudra toujours profiter avec mesure, est l'absence absolue ou relative de fortune. Tous les éléments fournis par les théories que nous avons combattues sont donc des éléments notables, qu'il faudra réunir et dont on devra tirer, ainsi que de tels autres que fourniront les circonstances de fait, la conviction qu'il y a eu *jeu*.

Pour les marchés au comptant, la question est plus délicate et plus complexe : un trafic *au comptant* ordinaire ne laisse guère de place à une exception de jeu, si le lien, qui unit les deux parties en cause, est aussitôt rompu ; il faut supposer le cas où un prêt de titres, un emprunt sur titres serait intimement lié à une opération au comptant, pour que l'on puisse se trouver en face d'un acte de jeu : un banquier achète des titres pour le compte d'un spéculateur ; il fait avance de tous les fonds ou de partie ; son client touchera une somme d'argent, si le prix des titres au jour de la liquidation est supérieur au prix du premier marché et aux intérêts de cette somme. Il s'agira, alors, de savoir, s'il y a eu intention de faire fortune en *jouant*. Notons que l'exception de jeu disparaîtrait, presque définitivement, si, dans cette dernière hypothèse, deux personnes différentes servaient de mandataire à la bourse et de prêteur de titres ou de prêteur sur titres. Cette dualité n'est point nécessairement exclusive de jeu ; elle rendrait cependant toute exception *difficile à formuler*, sinon impossible : un seul cas nous paraît douteux, c'est celui où une entente entre banquiers établirait en système, dans des relations réciproques et constantes, le prêt de titres et le prêt sur titres et où celui qui ferait l'opération de bourse et celui qui ferait l'opération de banque ne se *sauraient* point, mais se *sentiraient*, pour ainsi dire, complices.

Supposons que le législateur vienne confirmer telle théorie factice de la jurisprudence et de la doctrine, et déclare que telle forme de contrats ou qu'un marché conclu avec telle in-

l'intention est un acte de jeu, comme l'a fait le Code civil saxon (article 1482) (1) et comme vient de le faire le Code civil allemand (article 764), en déclarant que les marchés devant se résoudre par le paiement d'une différence sont des actes de jeu. Il y aura, alors, coexistence d'une exception de jeu basée sur telle forme particulière de contrat ou telle intention particulière des parties et une exception de jeu basée sur les circonstances de fait, sans que, dans la pratique, l'on distingue nettement l'une de l'autre.

Le législateur a-t-il voulu, au contraire, mettre un terme à l'insécurité qui résulte dans les transactions d'une jurisprudence instable ? Il se pose alors la difficile question de savoir si le législateur a voulu écarter les seules constructions factices de la jurisprudence et de la doctrine, ou bien s'il a voulu enlever aux juges tout droit d'interpréter l'intention des parties dans les marchés de bourse, ou bien encore, extraordinaire opposition dans les termes, si, reconnaissant valables toutes les opérations de bourse, il n'en déclare pas moins hors de la protection de la loi tous les actes de jeu voilés sous la forme de marchés de bourse.

Les difficultés proviennent de ce que tous les législateurs ont ignoré les premiers principes de cette matière et que, généralement, *s'ils ont voulu mettre un terme à une situation malheureuse, ils n'ont point voulu cependant protéger les actes de jeu !* D'ailleurs, la jurisprudence ne peut s'habituer à se voir refuser le droit de rechercher l'intention des parties tant que l'exception de jeu elle-même persiste !

En nous reportant aux textes de lois et aux exposés de principe des commissions parlementaires ou extra-parlementaires, nous devons considérer notamment le législateur es-

(1) « Un contrat par lequel une personne doit payer à une autre la différence entre le prix d'une chose et le prix du marché au cours que celle-ci a ou aura à une époque déterminée doit être traité d'après les dispositions sur le jeu et le pari. Ceci est vrai surtout pour tout marché à livrer qui ne vise qu'en apparence une livraison à une époque déterminée et pour lequel l'intention des parties est de se compter l'une à l'autre la différence entre le prix de vente entendu et le prix du marché au terme apparent. »

pagnol du Code de commerce comme ayant enlevé aux tribunaux tout droit de rechercher si une opération de bourse est un acte de jeu (1), le législateur allemand de la loi des bourses comme ayant fait disparaître l'exception différentielle toutes les fois que les *marchés à terme de bourse* sont faits par des personnes inscrites au *registre* (2).

En ce qui concerne la législation italienne (3) et la législation autrichienne (4), nous croyons à la disparition complète de l'exception de jeu ; en ce qui concerne la législation française, nous laissons à chacun, selon ses tendances naturelles, le soin de résoudre l'antinomie qui existe entre le texte de la loi et l'intention probable du législateur.

Quelles étaient en Allemagne les conséquences de l'exception de jeu ? Selon le *droit commun* de l'empire allemand, il s'agissait d'une *nullité* ; aussi ce qui avait pu être payé devait être rendu, tout solde de compte courant manquait de base légale. . ; selon le *droit prussien*, il ne s'agissait que d'une *absence d'action en justice*, ce qui avait été payé ne pouvait être rendu, tout solde de compte courant ne perdait point sa base légale... (5).

(1) « Toutes ces opérations engendreront des actions et des obligations dont l'exécution pourra être poursuivie devant les tribunaux » (Code de commerce espagnol, art. 75, al. 2) ; art. 1801 du Code civil espagnol et Romero y Giron, *Código di comercio*, Madrid, 1885.

(2) Voir II^e partie, ch. VI.

(3) En Italie, après les lois du 13 septembre 1873 (art. 4) et du 14 janvier 1874 (art. 4, al. 2), malgré le rapport formel de M. Corbetta, l'exception de jeu reparait toujours, cf. cour d'appel de Turin, 27 août 1884, 7 mai 1887, cour d'appel de Gênes, 10 décembre 1878, etc. ; Voir Vidari (*Corso di diritto commerciale*), et surtout F. Tedeschi (*Dei Contratti di borsa detti differenziali*, Torino, 1897, p. 89 et s.).

(4) En Autriche, après l'article 13 de la loi du 1^{er} avril 1875, v. arrêt du 12 juin 1894 (*Monatschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, t. IV, p. 19).

(5) Staub, *Das Differenzgeschäft vor und nach dem Börsengesetz*, *Deutsche Juristenzeitung*, 15 oct. 1896.

III

L'expression *marché différentiel* (1) (*Differenzgeschæft*) est prise en Allemagne dans des sens très divers : elle vise souvent tout règlement par le paiement d'une différence entre deux prix ; elle vise généralement les opérations dans lesquelles toute livraison effective a été, dès l'origine, exclue par les parties ; l'expression plus spéciale de *purs marchés différentiels* (*reine Differenzgeschæfte*) est cependant alors plus exacte et plus courante (2). Ce qui distingue ces deux sortes de *marchés différentiels* c'est que l'entente, l'accord de volontés date, dans le premier cas, du jour du terme, dans le second, du jour de l'opération.

On n'a jamais pu contester la légalité des accords, survenant à l'échéance entre les parties et écartant toute livraison effective : l'État n'impose jamais dans un contrat de droit privé tel ou tel mode spécial d'exécution (3) ; d'ailleurs, de tels règlements paraissent en Allemagne d'autant plus légitimes que les parties ont, au cas d'inexécution, le droit de réclamer la différence entre le cours moyen du jour de l'échéance et le cours auquel fut conclue l'opération primitive (4).

(1) Nous suivrons généralement la même terminologie que les juriconsultes de la Suisse romande, parce que l'expression « marché différentiel » est la traduction immédiate de l'expression allemande, parce qu'elle est fort commode et qu'elle nous évitera l'emploi de mots encore plus ambigus : l'expression « marché fictif » est actuellement fort en vogue ; on peut généralement l'appliquer avec exactitude aux opérations se résolvant par le paiement d'une différence sans qu'il n'ait rien été fait de réel sur le marché ; toute extension nous paraît être basée sur une erreur grave et courante, que nous combattons avec énergie.

(2) *Das Differenzgeschæft, abdruck aus der Hamburgischen Börsenhalle*, Hambourg, 1893, p. 5. — Nous laissons, pour le moment, absolument intacte la question de savoir si une expression formelle de volonté est nécessaire pour qu'il y ait « purs marchés différentiels ».

(3) Laband, *Politische Wochenschrift*, 1882, p. 41. — V. cependant art. 355, al. 2 du Code de commerce portugais.

(4) Art. 354, 355 et 357 du Code de commerce allemand, cf. aussi les

On peut dire aussi, sous une forme quelque peu paradoxale, mais généralement exacte, qu'« au point de vue juridique, tous les contrats de vente sont des marchés différentiels, car le droit romain ne connaît point d'autre action de l'acheteur ou du vendeur que celle par laquelle celui-ci réclame le paiement de *id quod interest* (1) ».

Il n'en est pas moins fort regrettable que l'on puisse écarter du marché une offre ou une demande qui devrait y parvenir naturellement et y produire sur les cours un certain mouvement de baisse ou de hausse. Mais un tel règlement par différence ne se présentera généralement qu'au seul cas où une personne débitrice de titres, qu'elle ne possède point à l'échéance, se fait *prolonger* par la personne même qui aurait dû recevoir livraison (2) ; comme l'acheteur, en acceptant de prolonger son marché, a montré qu'il n'avait, dans les circonstances présentes, aucune envie de conserver les titres, on peut admettre que la demande du vendeur primitif serait accompagnée de l'offre de l'acheteur, et que, dans une certaine mesure (3), le marché ne se trouve pas atteint par cette absence simultanée d'une offre et d'une demande.

La commission d'enquête considérait comme blâmables les *règlements en sous-mains* et voulait les faire tomber sous les coups des tribunaux d'honneur. Mais à quel moment le règlement par différences devient-il nettement blâmable ? Nous craignons que ce ne soit au moment même où il devienne utile ; dans ces moments de crise où l'offre ou la demande du spéculateur malheureux accentuera toute tendance

« conditions » pour les opérations faites dans les diverses bourses, notamment les conditions de la bourse en valeurs de Berlin, art. 18.

(1) Laband, *Politische Wochenschrift*, 1882, p. 41.

(2) Celui qui se fait *prolonger* paie généralement la différence entre le cours de liquidation et le cours auquel fut contractée l'opération.

(3) Ceci est spécialement exact lorsque vendeur et acheteur sont tous deux forcés d'acheter et de vendre ou décidés à le faire à n'importe quelles conditions et par conséquent à opérer *au mieux* ; sinon, l'acheteur qui ne se trouve pas lié comme le vendeur pourrait produire une impression sur le marché par l'indication d'une *limite*.

simplement passagère du marché, un règlement amiable limitera les pertes et ne mettra-t-il pas un certain frein à l'*emballement* vers la baisse ou la hausse ?

Est-il nécessaire de combattre ici, à propos des règlements amiables, fort rares, en circonstances normales, et des règlements par différences, les préjugés, courants en tous pays, surtout dans les partis agraires, contre les bureaux et les cours de liquidation ? Comme nous l'avons dit, aucune opération n'est faite, en principe, au cours de liquidation ; et celui-ci serait-il une expression inexacte de la situation du marché que quelques personnes pourraient s'en plaindre mais, presque jamais, d'une façon sérieuse, celles dont les opérations sont liquidées par les bureaux spéciaux : il importe fort peu que l'on prenne tel ou tel cours comme base de la liquidation, tout au moins quant au résultat final. Les personnes intéressées sauront bien protester si on fixe un cours de liquidation inexact ; et l'inexactitude de ce cours pourra être facilement prouvée parce qu'il ne s'agit pas d'une expression factice, mais de l'expression de la situation du marché en un moment ou dans un espace de temps déterminé. Que nous sommes loin de cette doctrine qui considère le cours de liquidation comme l'expression des concessions faites par le vainqueur et comme ayant une influence sur les gains ou les pertes définitifs de chaque spéculateur !

Nous dirons même que rien n'empêche plus les règlements amiables que les bureaux de liquidation : une personne dans une situation difficile, vis-à-vis de laquelle par conséquent on pourrait songer à une transaction, a-t-elle au jour du terme acheté et vendu la même quantité de titres ou de marchandises de la même espèce, point de difficultés : elle est débitrice ou créancière de certaines sommes vis-à-vis de ses contreparties primitives ; que celles-ci fassent des concessions, peu nous importe ; la situation du marché ne sera point atteinte ; — mais n'a-t-elle conclu qu'une seule opération, doit-elle prendre livraison ou livrer : elle se trouvera en face d'une personne, ayant besoin des titres ou marchan-

dises ou ayant besoin d'argent, tout au moins décidée à prendre livraison ou à abandonner titres ou marchandises ; celle-ci admettra difficilement une transaction ; elle ne l'admettra que si sa contrepartie originaire aussi bien que la personne avec laquelle elle se trouve abouchée est insolvable, si les titres ou marchandises ne sont point absolument nécessaires et qu'elle prévoit, à la suite d'une exécution forcée, un achat ou une vente faisant monter ou baisser les cours d'une façon si sensible qu'elle aura à payer elle-même une grande partie de l'importante différence entre le cours d'exécution et le cours de liquidation : si ce n'est point là un cas purement hypothétique, c'est là tout au moins un cas extraordinairement rare, dont on ne doit point tenir compte dans une théorie générale.

Et quant aux *différences*, résultant d'un écart entre le cours auquel on a fait deux opérations semblables et inverses, l'une d'achat et l'autre de vente, ou bien l'une de vente et l'autre d'achat, sur les mêmes marchandises ou valeurs, la légitimité de leur paiement nous paraît indiscutable. Quelle différence y a-t-il, au point de vue moral et social, entre, d'une part, le passage successif des titres ou marchandises de mains en mains et le paiement intégral du prix d'achat de mains en mains, et, d'autre part, le passage immédiat des titres ou marchandises des mains du livreur à celles de celui qui veut les lever et le paiement par tout contractant de la seule différence entre le cours de liquidation et le cours auquel fut conclue chacune de ses opérations ? Beaucoup ; et elles sont, pour ainsi dire, toutes en faveur de ce dernier mode : moindre perte de temps ; flottant susceptible de prendre un développement moins dangereux, moindres pertes d'intérêts ; moins d'opérations inutiles pouvant jeter le désarroi sur le marché.....

Nous pouvons assurer que sur les places allemandes, toutes les fois qu'une personne a acheté ou vendu des titres ou marchandises sans les revendre ou les racheter avant l'arrivée du terme, les bureaux de liquidation ne la dispensent

nullement de l'exécution effective ; ils la lui imposent presque en l'abouchant avec une personne très probablement décidée à faire une opération effective ; et, quant aux règlements par différences qu'ils établissent en règle lorsqu'une personne a fait dans un certain délai deux opérations semblables et inverses, nul ne protestera, contre une vérité peut-être un peu crue, après les explications que nous avons données ; à moins bien entendu d'attaquer le marché *à terme* lui-même. Qu'une filière passe par beaucoup de mains, il ne faut point en conclure, nécessairement, que le nombre des joueurs est plus grand : la cause peut très bien en être que le marché est *buoyant*, comme dit M. Broomhall, ou bien que les détenteurs de nombreuses quantités de marchandises s'assurent sur le marché, ou encore que les marchandises affluent dans le port (1).

Mais gagnons un terrain plus brûlant ; abordons le difficile problème de la légalité des *purs marchés différentiels*.

Quels juristes allemands n'ont point, dès les bancs de l'école, pris parti dans ces débats ! Leur subtilité d'esprit et leur désir de trouver, dans la vie pratique, pour ainsi dire un débouché à leurs connaissances théoriques, s'y sont donné libre carrière. Comme on ne trouvait aucune solution précise et immédiate soit dans le droit commun, soit dans les codes, soit dans les lois particulières à chaque Etat (si ce n'est en Saxe), on discuta sur des bases d'autant plus mobiles qu'on aborda souvent le domaine des intentions probables ; on subtilisa, on proposa maintes distinctions, confondant sans cesse deux questions, il est vrai, fort voisines : celle de la légalité des marchés différentiels eux-mêmes et celle de savoir si on peut tirer des circonstances de fait, dans lesquelles eut lieu l'opération et en s'appuyant notamment sur l'intention de tout terminer par un règlement différentiel, une exception de jeu qui paralyserait toute action en justice.

(1) *Broomhall's Corn Trade Year Book*, 1896, p. 6.

Ne rentrons point complètement dans des débats théoriques ; indiquons, seulement, les solutions proposées par les esprits les plus fins et les plus distingués.

On considère les *purs marchés différentiels*, soit comme des *opérations de jeu* (1), soit comme des *contrats aléatoires assimilables au jeu* (2), soit comme des *paris* (3), soit comme des *ventes d'espérances* (4), soit comme des *sponsiones* (promesses) (5), soit comme des *contrats avec pactes de rétrocession* (6), soit encore comme des *contrats spéciaux qui simulent des marchés à livrer* (7).

Les solutions proposées pouvaient se ramener à trois (8) ; les marchés différentiels sont des espèces de marchés à terme et comme tels leur exécution est protégée par une action en justice ; ce sont des jeux ou paris que la loi considère comme immoraux et auxquels elle refuse toute protection ; ce sont des opérations d'une nature spéciale.

(1) Opinion courante au commencement de ce siècle, qui a perdu sans cesse du terrain ; cf. Windscheid, *Lehrbuch des Pandektenrechts*, t. II, Frankfurt, 1887, p. 612.

(2) Cosack, *Verhandlungen des XXII deutschen Juristentages*, t. III, p. 93.

(3) Munk, *Missbräuche an den Börsen*, p. 19 ; Spitzer, *Die Differenzgeschäfte und die neue Geschäftspraxis*, *Zeitschrift für das Privat- und öffentliche Recht der Gegenwart*, t. XXIII, p. 86.

(4) Cette doctrine qui eut jadis plusieurs défenseurs (cf. Bender, *Verkehr mit Staatspapieren*, 1830, p. 250 à 252) est une des plus extraordinaires : dans une *emptio spei*, le vendeur est certain d'avoir le prix ; ici, il n'a la différence que si le cours de la valeur ne monte pas.

(5) *Cum nulla causa inhonesta*, Thöl, *Handelsrecht*, t. I, § 307 ; cf. Krügelstein, *Ueber den begrifflichen Unterschied von Spiel und Wette*, Leipzig, 1869.

(6) M. Grünhut a jadis tenté une constitution en ce sens : un marché différentiel c'est, disait-il, « un contrat de vente auquel est joint un contrat de rachat ou de revente, et qui se règle selon des principes fixés dans le contrat par la compensation des obligations réciproques, autant que celles-ci sont identiques ». On sent vraiment trop dans cette question : le devoir de livrer effectivement est-il une condition essentielle du marché à terme ? l'argument de nature dogmatique, les motifs utilitaires (Spitzer).

(7) Stobbe, *Handbuch der deutschen Privatrechts*, t. III, Berlin, 1878, p. 332 ; cf. Thöl, *Verkehr mit Staatspapieren*, p. 237 ; Gerber, *System des deutschen Privatrechts*, Jena, 1870, p. 474.

(8) Spitzer, *Die Differenzgeschäfte*.

Nous nous refusons à voir dans les marchés différentiels des actes de jeu ou des paris : un marché purement différentiel n'est pas nécessairement l'un ou l'autre parce que ce sont les circonstances de fait qui permettent seules de caractériser l'acte au point de vue juridique.

Etudions une hypothèse où l'on considère généralement qu'il y a jeu, pari ou quelque opération assimilable, puis une seconde, plus délicate, où la discussion est vive entre les auteurs.

Supposons, d'abord, que les parties se soient entendues, dès l'origine, pour tout régler entre elles par le paiement de la différence entre le prix fixé en bourse au jour du terme et le prix auquel fut conclue l'opération primitive, en introduisant une clause en ce sens dans le marché. Il n'y a pas forcément alors jeu ou pari ; un exemple va le prouver : j'achète en Russie mille tonnes de blés livrables à tel prix dans cinq mois. Je ne veux point m'exposer aux fluctuations du cours des roubles ; je puis acheter sur le marché des roubles *à tel mois*, mais je puis aussi m'adresser à un banquier qui me promettra moyennant tel prix déterminé la différence entre le cours du comptant au jour d'échéance et le cours auquel j'ai contracté. Dans cette dernière circonstance y aura-t-il forcément jeu ou pari ? Non ; de ma part, point de doute ; de la part de ma contrepartie, il n'y a pas là nécessairement un acte différent de celui où, se couvrant à l'échéance, il me remettrait des roubles au lieu de me remettre l'argent nécessaire pour me les procurer (1) ; il y a là un *contrat d'assurance*.

En tant qu'économistes, nous ne saurions, en principe, prendre la défense de telles opérations, qui développeraient peut-être encore la passion du jeu. Ces opérations ne feraient obstacle à l'égalisation des cours à travers le temps et l'es-

(1) M. Hülsner dit en parlant des « purs marchés différentiels » : « le marché à terme n'est alors qu'une forme juridique qui ne sert point aux intérêts du commerce, mais un moyen pour satisfaire un égoïsme interdit et désastreux et le besoin d'acquiescer sans peine et sans mérite » (*Die Börsengeschäfte*, p. 18). Le préjugé est tenace.

pace que dans un cas spécial : celui où une personne prévoyant exactement l'avenir aurait fait quelque opération régulière sur le marché, si elle n'avait rencontré une telle contrepartie.

Inutile d'insister sur une telle hypothèse qui ne se présente presque plus jamais dans la vie pratique (1) : toutes les opérations, qui se faisaient jadis sous une telle forme, ont lieu aujourd'hui sous celle des opérations les plus régulières, les plus utiles, sans offrir la moindre gêne aux joueurs. Ceux-ci étaient-ils moins dangereux socialement lorsqu'ils opéraient sous l'ancienne forme ? Nous ne ferons ici qu'indiquer notre doute.

Abordons la seconde hypothèse, celle où les parties ont en vue, dès l'origine, de se *couvrir* avant ou à l'échéance. On ne rencontre jamais alors que l'*intention* d'en venir à un règlement simplement pécuniaire : toute clause excluant la livraison effective de la part du vendeur lui-même ne peut point se rencontrer dans la vie pratique, nous allons plus loin, nous la considérons même comme absurde, étant donnés la nature et la technique du marché à terme et l'intérêt des parties à l'introduire dans le contrat. *La formule du contrat est une, donc le contrat est un* (M. Léveillé) ; l'*intention* des parties ne modifie rien à l'état juridique des choses. « La volonté unanime n'est pas encore un contrat ; pour qu'il y ait contrat, il faut que la volonté soit exposée devant l'autre partie (2). » Le conseiller Munk a, dans l'intention de prouver la nullité de tels marchés, tenté une construction juri-

(1) Gutachten des banquiers de Francfort du 29 décembre 1837 (*Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. III, p. 453). Le projet du Code civil allemand (v. *Motiv zum Entwurfe eines bürgerlichen Gesetzbuches für das deutsche Reich*, éd. off., t. II, p. 648), qui donnait une définition plus large des purs marchés différentiels, disait cependant : « les purs marchés différentiels ne jouent point le moindre rôle dans la vie pratique ». — Dernière trace d'opérations « par différences », selon la teneur même du contrat, à Hanovre, en 1870 (*Verhandlungen des XVI deutschen Juristentages*, t. II, p. 208).

(2) Munk (*Stenog. Ber.*, p. 1186).

dique qui est très ingénieuse en sa simplicité. « Si deux personnes font un marché à livrer ou à terme, et que l'une n'ait pas une volonté sérieuse de s'engager à une exécution effective, il lui manque cette volonté qui est nécessaire à l'existence d'un marché à livrer (à terme) : l'absence de volonté écarte l'effet juridique des contrats. » La volonté des parties qui font un marché à terme n'est point certes de *s'engager à une exécution effective*, mais de s'engager à procurer telle ou telle marchandise. Nul ne saurait nier la validité d'une telle convention. Le raisonnement de M. Munk, admis en système, aurait pour conséquence d'enlever tout effet juridique au plus grand nombre des marchés à terme.

Tous les contrats, conclus sur toutes les places allemandes d'après les conditions pour marchés à terme, déclareraient expressément que les parties s'engageaient à un règlement effectif ; les *conditions*, qui réglaient les rapports entre commettants et commissionnaires, étaient généralement tout aussi expresses (1) : comment dire qu'il y a forcément ici *jeu* ou *pari* ?

Fallait-il considérer avec M. A. Schæffle, « la légalité des marchés différentiels de bourse comme étant un remède indispensable » (2) ? Rapportons tout le raisonnement du grand maître : « En ce qui concerne la majeure partie des opérations de bourse, et ce que l'on appelle marchés différentiels, on doit malheureusement constater que cette forme d'opération a pris, en fait, à la bourse une très grande extension, mais on peut, à peine, dans les circonstances actuelles, parler de son interdiction. Le jeu différentiel n'est pas devenu seulement inextirpable, mais sa suppression serait comme une annulation partielle de la bourse moderne et il ne s'agit

(1) « Les titres négociés doivent être livrés effectivement et payés et levés contre le paiement du prix d'achat, personnellement ou par l'intermédiaire d'un tiers. Un simple règlement par différences d'après le cours de l'échéance n'a lieu en aucunes circonstances » (Material, *Sten. Ber.*, p. 1703).

(2) Die Anwendbarkeit der verschiedenen Unternehmungsformen. Tübingen, *Zeitschrift für die gesammte Staatswissenschaft*, 1860.

plus que de lui donner le caractère d'un lien juridique avec des conséquences strictement fixées et ainsi de diminuer, aussitôt et indirectement, le cercle de ceux qui sans tutelle policière ne s'adresseraient pas à elle. »

Écoutons maintenant le professeur Joseph Kohler, qui reste lui aussi dans un domaine très général et qui a soutenu la doctrine opposée avec une rare finesse d'esprit et des arguments dont on ne peut nier la valeur. « Aucune législation ou jurisprudence actuelle ne doit traiter le jeu de hasard des banques de jeu comme une opération protégée par la loi, protégée par une action... Elle ne doit point prêter son aide là où se rencontre une conduite immorale et anti-économique » (1). Une loi ne supprimera point, sans doute, « un mal aussi profondément ancré dans l'âme du peuple ». « Mais le droit ne doit pas se soumettre à de telles préoccupations, mais faire tout son possible pour y mettre terme. Les décisions judiciaires éveillent dans le public le sentiment qu'il s'agit, lors de jeu de bourse, de quelque chose blâmé par la loi. L'effet moralisateur des arrêts sur le public est un facteur inappréciable et le législateur ne doit jamais délaisser de tels facteurs de la formation éthique du peuple (2). »

C'est en nous plaçant sur un tout autre terrain que nous combattons avec énergie cette faculté pour les spéculateurs malheureux de paralyser l'action de leurs contreparties ou de leurs mandataires toutes les fois que ceux-ci auraient l'intention de terminer leur opération par un simple règlement pécuniaire et même toutes les fois que des circonstances de fait on croirait pouvoir induire qu'il y a eu *jeu*.

Ne parlons pas des contrats qui doivent se terminer par le paiement d'une différence sans qu'il n'y ait jamais rien eu de réel sur le marché, puisqu'ils n'ont pas un rôle notable dans notre société. L'intention d'en venir à un règlement pécuniaire à la suite d'une couverture sur le marché, n'a rien de blâmable en soi : puisque nous ne nous trouvons pas en

(1) *Das Börsenspiel*, p. 40.

(2) *Eod. loc.*, p. 44.

face d'un vrai critérium, inutile de chercher une voie à travers le terrain le plus instable.

D'ailleurs d'autres arguments militent en faveur de l'affirmation de la construction factice de la jurisprudence et du retrait au juge de son droit de rechercher l'intention des parties toutes les fois qu'il s'agit de marchés de bourse.

Une jurisprudence sur de telles questions ne peut être que très vacillante et toute jurisprudence vacillante est dans la vie commerciale plus encore que dans la vie ordinaire un très grand danger. Le législateur français de 1885 avait raison de vouloir *donner aux transactions une plus grande sécurité* (1).

D'ailleurs comment distinguer avec certitude une opération légitime d'une opération de jeu (2)? L'esprit le plus sûr, le plus maître de solides principes juridiques et économiques, sera généralement dans le plus grand embarras pour donner une solution franche dans chaque circonstance de fait.

Le député Barth a combattu « la proposition du parti national-libéral (refus d'action aux marchés différentiels), qui doit relever la moralité, parce qu'elle la diminuerait, en ouvrant aux spéculateurs malhonnêtes la perspective d'échapper aux conséquences de leurs spéculations frivoles en dupant leurs cocontractants » (3). Ce n'est pas là seulement un mot d'une finesse et d'une psychologie superficielles; l'idée est exacte dans une large mesure; des hommes autorisés, des commerçants indépendants ou retirés des affaires considèrent cet abus comme pouvant prendre un extrême développement. De nombreux spéculateurs ont touché une différence auprès de tel banquier et en ont refusé

(1) En ce sens, le discours du docteur Temme (*Zeitschrift für schweizerisches Recht*, t. XXXIV, p. 704), les motifs de la loi autrichienne de bourse (Kaserer, *Das Gesetz vom ersten April 1875*, p. 22).

(2) En ce sens not., le législateur genevois de 1860 et le discours prononcé par le conseiller national Pictet (de Genève) lors des débats du Code fédéral des obligations; Grünwald und Lilienthal, *Terminhandel*, p. 9 Laband, *Politische Wochenschrift*, 1882, p. 42.

(3) *Die Nation*, 28 novembre 1891.

le paiement auprès de tel autre. Et cette espèce de spéculateurs semble augmenter chaque jour, malgré la *liste noire*, qui désigne aux commerçants les malhonnêtes spéculateurs (1).

L'histoire nous apprend combien il est inutile d'offrir aux joueurs le secours d'une exception et aux commissionnaires ou contreparties la menace d'une telle exception : puisque l'intervention de l'Etat reste sans résultat, l'Etat doit renoncer à une lutte où il se perd en de vains efforts (2).

Lors de toutes crises économiques, après le krach qui suit une hausse insensée, les joueurs font entendre des plaintes stridentes devant les tribunaux et refusent, avec le secours de la justice, le paiement de leurs soldes débiteurs ; l'effondrement des cours devient alors d'autant plus brusque et effrayant que les commissionnaires, momentanément prudents, ne prêtent point leur concours à tout acte aléatoire qui pourrait être un acte de jeu à la suite de quelque revirement prétorien de jurisprudence. A ce point de vue, nous considérons la persistance de l'exception différentielle et de l'exception de jeu comme un énorme danger (3).

IV

Les reports et les marchés à primes ont été, à maintes reprises, l'objet de nombreuses et vives attaques. « Sans les reports, le jeu de bourse ne serait point susceptible de prendre une grande extension », disait le professeur Julius

(1) Cf. le législateur français de 1885 ; le législateur autrichien de 1875 (Kaserer, *Das Gesetz*, p. 22) ; Roscher, *System der Finanzwissenschaften*, p. 672.

(2) En ce sens surtout Richard Ehrenberg, *Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung*, p. 44 ; v. aussi les motifs du code de commerce espagnol (Romero y Giron, *El nuovo código di comercio*, p. 86) et Laband, *Politische Wochenschrift*, 1882, p. 42.

(3) Quelques indications en ce sens dans les motifs de la loi française de 1885. Sur toute cette question, cf. les arguments de Gareis, *die Klagbarkeit der Differenzgeschäfte*, 1886.

Wolf (1), qui croyait tenir un moyen de lutter avec succès contre le fléau dont il devait plus tard résumer tous les dangers. La faculté de pouvoir limiter les risques enhardit les joueurs ; les marchés à primes ne sont, dit-on, que *des ballons d'essais pour les personnes inexpérimentées* (2) : « qui n'a point le courage d'acheter fixe des actions, aura toujours assez de courage pour les prendre à primes (3). » « Toutes les formes de marchés à primes, dit M. Ichenhæuser, portent en elles tous les signes caractéristiques des *purs marchés différentiels* (4). » D'ailleurs les marchés à primes ne sont-ils point *superflus* (5) ?

Aussi, a-t-on proposé d'enlever *toute base juridique*, sinon au report en général, du moins au report venant se greffer sur une opération de jeu (6), et de déclarer nuls tous marchés à primes (7).

Que les joueurs trouvent dans les reports le moyen le plus simple de faire *prolonger* leur situation et probablement leur effet néfaste sur les cours ; qu'il y ait toute une classe d'individus qui se jettent sur le marché, pèsent sur lui jusqu'à ce qu'une réaction survienne ; ce n'est malheureusement que trop certain.

Mais les reports ont-ils besoin d'être encore justifiés, alors que nous savons qu'ils égalisent les cours à travers le temps (8) ?

(1) *Schweizerische Zeitschrift für Gemeinnützlichkei*t, XXI^e année, IV^e cahier, Zurich, 1892 ; le même auteur n'insiste point autant sur cette question dans son travail ultérieur (*Zur Frage der Börsenreform, Gutachten*).

(2) *Material, Sten. Ber.*, p. 2264.

(3) *Eod. loc.*, p. 1802.

(4) *Reformarbeit an Börsenauswüchsen*, p. 21.

(5) *Material, Sten. Ber.*, p. 1801.

(6) Wolf, *Schweizerische Zeitschrift ; zur Frage der Börsenreform, Bericht und Gutachten von S. Kaiser*, p. 15.

(7) V. not. A. Eschenbach, *Zur Börsenreform*, p. 47 ; *Bericht von S. Kaiser*, p. 14 ; *Bericht über die Verhandlungen des deutschen Landwirthsraths XXII Plenarsammlung*, 1894, p. 275 : Antrag von v. Røder ; différents articles du *Deutscher Oekonomist* ; — voisine la proposition du Comte Arnim-Muskau, *Die Reform der Produktenbörsen*, p. 38.

(8) Et aussi à travers l'espace, en vertu de l'indissolubilité actuelle des questions de temps et d'espace dans le monde commercial : « les reports

Ne sont-ils point d'ailleurs des armes très légitimes pour les spéculateurs : l'événement prévu peut être retardé par suite de telles ou telles circonstances, un report permettra de lutter utilement contre une tendance passagère du marché? Nous considérons même, non point comme un spéculateur, mais comme un *joueur*, quiconque prévoit exactement une hausse ou une baisse et *ne compte pas sur la possibilité de se faire reporter* jusqu'au moment où se dessinera nettement la tendance prévue.

Le conseiller Odier a dit pour défendre les reports : « Une opération de report peut très bien intervenir dans un marché sérieux destiné à se résoudre en un achat ou une vente réelle. Dès lors, vous aurez la plus grande peine à déclarer délictueux pour les opérations à découvert ce qui serait toléré pour les opérations effectives (1). »

L'argument n'est point sans valeur, mais notre confrère genevois ne rompt malheureusement point assez avec les anciens préjugés contre les achats et les ventes, qui ne sont point *réels* ; aussi préférons-nous dire : comme l'on ne peut distinguer les reports, utiles socialement, offrant au commerce des facilités légitimes, des reports, néfastes socialement, offrant au jeu des facilités illégitimes, parce que même l'intention d'en venir à une livraison effective ou de prendre livraison effective n'est nullement un critérium de l'opération légitime et comme les reports sont nécessaires dans notre civilisation actuelle, il faut lutter contre le jeu de bourse dans un autre domaine.

D'ailleurs, une défense des reports serait inutile tant

amènent une égalisation du taux de l'intérêt sur les places nationales et étrangères » (*Berichte und Beschlüsse*, p. 114). Grâce aux reports faits par des personnes étrangères, des crises plus ou moins locales sont sensiblement atténuées. Quant « à la possibilité de faire produire des intérêts à une somme d'argent disponible pendant peu de temps » (*eod. loc.*), nous n'y voyons point un argument en faveur du rôle économique des reports, mais une simple preuve de la légitimité de l'opération correspondant souvent à l'acte important.

(1) Börsenreform, *Mémoire*, p. 17.

qu'existerait le marché à termé ; il est trop facile de faire deux opérations séparées, avec deux personnes différentes, pour en arriver au même résultat.

En abordant la question de la légitimité des marchés à primes, il nous faut écarter tout d'abord les nombreuses propositions qui tendent à déclarer illégales les stellages et les facultés pour reconnaître les seuls marchés à primes à livrer, et les seuls marchés à primes pour recevoir, peut-être même ces seuls derniers. Il suffit d'ouvrir n'importe quel manuel d'opérations à primes où l'on enseigne aux courtiers le moyen de se couvrir après telle opération faite avec un client, pour apprendre que reconnaître les marchés à primes pour recevoir c'est reconnaître la validité de tous marchés à primes, car quiconque veut faire un marché à primes à livrer n'a qu'à « acheter à primes et combiner une vente ferme » pour arriver au même résultat ; s'agit-il d'une stellage ? il suffit de « combiner une prime avec moitié ferme (1) ».

Une défense de telles ou telles opérations à primes ne serait utile que de la part d'une institution comme une caisse de liquidation ; c'est ainsi que la caisse de liquidation du Havre, s'étant trouvée en plusieurs circonstances dans une situation assez dangereuse à la suite de facultés, a déclaré qu'elle n'enregistrerait plus de telles opérations (2).

Les marchés à primes (3) permettent à toute personne de s'assurer l'achat ou la vente pour telle époque de telle quan-

(1) V. not. les divers manuels de Lefèvre (*Le commerce*, p. 220 et s.) et le petit livre de Wachtel, *Præmien-Stellage-und Nochgeschäfte*, Wien, 1897.

(2) De même à Hambourg pour les facultés et les stellages : la caisse de liquidation refuse depuis 1889 d'enregistrer de telles opérations (*Material, Statistische Anl.*, p. 368).

(3) Aucune étude de quelque importance sur le rôle économique du marché à primes si ce n'est la petite brochure extraite de l'*Hamburgische Börsen Halle* (*Das Præmiengeschäft*, Hamburg, 1894) écrite par une personne versée à la fois dans la théorie et dans la pratique ; Lefèvre dans ses différents écrits sur le commerce et Otto Michaelis (*Spekulation*) nous disent quels avantages peuvent tirer des marchés à primes les esprits pratiques.

tité de telles marchandises à un prix qui lui convient et moyennant le paiement d'une *compensation déterminée* ; leur rôle économique est donc de permettre de s'assurer un prix. C'est aux contrats d'assurance et non aux paris que l'on doit comparer les marchés à primes dans nos relations commerciales actuelles (1) ; si l'intention des parties a été réellement de faire quelque pari ou quelque opération de jeu, le juge pourra refuser toute action en justice en se basant sur les *circonstances de fait*.

« Dans les marchés à primes, la spéculation s'est créé un arsenal, dans lequel elle a trouvé le moyen de faire ses opérations d'après toutes les variations de prix, qu'elle prévoit comme devant venir, de telle façon que le spéculateur gagne, lorsque ses prévisions sont exactes et que les pertes de celui qui paie la prime ne dépassent point une certaine limite (2). »

On ignore fort souvent quelles facilités peuvent offrir les marchés à primes dans les relations d'affaires et surtout quelle est la situation exacte des *payeurs* et *acheteurs* de primes. Nous allons en dire quelques mots avant de répondre aux attaques dirigées contre les opérations à primes et d'exposer sommairement l'influence des marchés à primes sur les cours effectifs.

« Une entreprise de charbons fait une offre de charbons livrables en Russie, sur laquelle on ne prendra une décision que dans quelques semaines ; pour cette mine, une vente-couverture en roubles, dans laquelle elle s'assure le droit de retrait contre paiement d'une prime, est le seul moyen de se protéger contre un grand risque et des pertes sensibles » (3). Une personne possédant des titres ou des marchandises craint une baisse sans précisément la prévoir ; elle s'assure

(1) Nous avons vu que les marchés à primes sont issus du pari. — Que l'une des deux parties en présence doive perdre dans chaque marché à primes, l'on ne peut en conclure que les marchés à primes soient des paris ; il en est de même dans tout contrat d'assurance (*Das Præmiengeschæft*, p. 10).

(2) Otto Michaelis (*Vierteljahrschrift*, 2^e année, t. IV, p. 152).

(3) *Berichte und Beschlüsse*, p. 135.

contre une fluctuation possible et défavorable des cours en vendant à primes ; elle livrera effectivement en cas de baisse ; elle laissera lever la prime, si elle y a quelque avantage (1).

L'encaisseur (2) est à la discrétion du payeur de primes ; mais l'encaisseur est assuré de toucher une certaine somme : c'est là ce qui fait sa force. En général, les « payeurs sont des spéculateurs faibles ou timides qui veulent limiter leurs risques » ; les encaisseurs, « des banquiers ou de gros capitalistes que les fluctuations n'effrayent point et à qui l'encaisse de primes laisse une grande marge pour opérer » ; dans de telles limites la faculté d'assurance contre la fluctuation des cours devient des plus légitimes.

A cet argument « que toutes les opérations à primes servent à faciliter le jeu et à attirer au jeu » (3), nous pouvons répondre avec M. Richard Ehrenberg que « la suppression des marchés à primes ne diminuerait point le jeu, mais ne ferait qu'augmenter ses dangers » (4).

Plus grave est l'accusation de troubler le marché et de « rendre plus difficile l'appréciation sérieuse de la situation » (5). « Le payeur de primes ne produit une impression sur le marché qu'à l'arrivée du terme, lorsqu'il trouve avantageux de faire usage de son droit d'acheter et qu'il ne veut pas employer ou emmagasiner lui-même, mais vendre les marchandises dont il prend effectivement possession » (6). Les acheteurs à primes ont là un moyen d'opprimer le marché, de se livrer à de vrais actes d'agiotage.

Les marchés à primes troublèrent en 1889 le trafic en café

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 1591. — Autres hypothèses visant surtout les *Nochgeschäfte*. Material, *Sten. Ber.*, p. 2501, p. 2663, p. 133.

(2) Tout ceci a été très bien exposé par M. Loiseau (du Havre) dans un manuscrit inédit.

(3) Dreyer, *Die Differenzgeschäfte*, *Sächsisches Archiv für bürgerliches Recht*, t. II, p. 416.

(4) *Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, t. I, p. 228.

(5) *Berichte und Beschlüsse*, p. 136.

(6) Auspitz et Lieben, *Untersuchungen über die Theorie des Preises*, p. 294.

sur la place de Hambourg (1) : le 15 novembre, notamment, beaucoup de personnes avaient acheté avec facultés ; comme elles s'attendaient à une hausse, elles réclamèrent livraison ; la demande des divers encaisseurs de primes apparaissant tout à coup sur le marché, on assista à une hausse brusque et très sensible.

Ce qui n'est point sans rendre assez rares les demandes de marchandises, qui n'ont pour but que de forcer les encaisseurs de primes à se précipiter sur le marché et d'amener ainsi une certaine hausse, c'est que les encaisseurs sont généralement, comme nous l'avons vu, des personnes qui avec leur fortune et leurs moyens d'action seraient le plus en mesure d'opprimer le marché, tandis que leur intérêt est d'avoir un marché *immobile*. Lorsque les grands spéculateurs se présentent comme payeurs de primes et achètent ou vendent à primes des quantités considérables, c'est alors que l'on doit conseiller la plus grande prudence. Aussi, à un certain point de vue, nous associons-nous à la réponse faite à l'accusation, lancée surtout contre les stellages et les facultés, de troubler souvent le marché : ceci est *exact* ; « mais, en général, les boursiers sont très bien informés sur l'extension des opérations courantes avec stellages ou facultés, et ainsi en mesure de paralyser l'effet de ces opérations » (2).

Les marchés à primes pourraient d'ailleurs reparaître en cas de défense, non plus sous la forme actuelle de *contrats positifs et principaux*, mais sous leur forme primitive de *contrats négatifs et accessoires* (3) ; il n'est point facile, nous croyons même qu'il est impossible de distinguer avec quelque exactitude le trafic courant avec arrhes et les marchés à primes (4) : « les opérations à primes sur salpêtre

(1) Bayerdörffer, *Der Kaffeeterminhandel, Jahrbücher für Nationalökonomie*, 3^e série, t. I ; A. van Gülden, *Terminhandel und Bourse*, Berlin, 1895, p. 85.

(2) *Berichte und Beschlüsse*, p. 138.

(3) *Das Præmiengeschäft*, p. 7.

(4) *Material, Sten. Ber.*, 2677.

n'ont-elles point conservé d'une façon notable la forme primitive » (1) !

Ce qui peut consoler, en Allemagne, les ennemis des marchés à primes c'est que cette forme d'opération est assez fortement atteinte par la loi d'impôt sur la bourse qui lui impose les mêmes droits qu'aux marchés *fermes*. Nous espérons que le conseil fédéral n'interdira jamais les marchés à primes (2).

V

La question qui se pose à propos des marchés à terme et de leur influence sur le prix des marchandises effectives devrait être présentée sous cette forme générale et, nous allons le voir, assez précise : les marchés à terme de bourse ont-ils un effet néfaste sur les cours effectifs ? Nous croyons nécessaire, cependant, d'abandonner momentanément une telle formule, qui rendrait toute solution singulièrement moins aisée, en nous forçant à tenir compte de l'effet produit par le marché à terme de bourse sur les autres marchés à terme, et de dire d'une façon incomplète, mais plus simple : *le marché à terme de bourse a-t-il un effet néfaste sur les cours du comptant et du disponible ?*

Nous rattachant toujours à notre théorie générale sur la spéculation, nous entendons par cette expression vague et ambiguë *effet néfaste sur les cours* une notion assez précise, sur laquelle nous ne pouvons revenir à chaque instant et qu'il faudra saisir à demi-mot. Le marché à terme a-t-il pour effet d'égaliser les cours dans le temps ou bien de rendre les fluctuations plus sensibles encore que s'il n'existait qu'un tra-

(1) *Das Præmiengeschæft*, p. 7.

(2) La proposition suivante : « les marchés à primes sont interdits » n'a pas été adoptée par la commission parlementaire, qui ne voulait pas prendre « une décision définitive, sur cette importante question, dans la loi elle-même » (*Drucksachen des Reichstages*, 1895-96, n° 246, p. 45).

fic effectif ? Nous joindrons souvent à cette idée une autre qu'il est plus facile d'y rattacher en fait que logiquement : le marché à terme a-t-il un effet dépressif sur les cours effectifs ?

Il n'est point difficile de voir pourquoi c'est là une question à la fois très grave et très complexe. Si le marché à terme fausse les cours d'une façon néfaste pour l'intérêt général, nous ne saurions prendre sa défense en invoquant l'intérêt particulier de nombreux individus. La vente à découvert que le marché à terme favorise et qui prend, grâce au marché à terme, un extrême développement obscurcit singulièrement toute solution, d'autant plus que le point de jonction de l'opération à découvert et de l'opération de couverture sur le marché effectif n'est point toujours le terme et qu'à tout moment des approvisionnements viennent se greffer sur l'ensemble des marchés à découvert.

Nous étudierons la question de l'influence du marché à terme sur le marché au comptant tout d'abord dans un cercle d'idées théoriques, en dehors de toutes circonstances particulières de milieu, qui sont comme les conditions climatiques ou atmosphériques des bourses : nous pourrons prévenir bien des erreurs, bien des confusions, en posant des principes très simples, mais stables sur les trafics à terme et au comptant et leurs relations réciproques.

Nous résumerons ensuite les principales attaques dirigées contre le marché à terme, soit en Allemagne, soit aux Etats-Unis, soit en Angleterre, soit en Belgique. Nous ne parlerons pas de la campagne menée en France contre le marché à terme par des agriculteurs, des agrariens et plusieurs gens de bien : si nous n'insistons pas sur ce dernier point, c'est que les interjections ne sont pas à nos yeux des arguments probants et que notre littérature ne possède que des adaptations, plus ou moins romanesques, d'exposés trop chaleureux pour pouvoir être exacts ou trop obscurs pour pouvoir être compréhensibles.

De notables personnalités, ignorant les principes les plus

élémentaires du trafic international (1) et faisant abstraction de toute question de milieu, ont voulu transporter dans notre pays, ni exportateur, ni généralement importateur à proprement parler, ce que l'on a soutenu comme étant exact dans les relations internationales et pour les marchés américains avec leur système spécial d'*elevators* ; le seul argument qui dépasse ce cercle d'idées est le suivant : la vente à découvert a pour effet la dépression des cours ; nous allons chercher à la réfuter parce que l'erreur est, depuis l'apparition du marché à terme, courante dans de nombreux milieux (2).

Supposons que toutes les personnes qui opèrent à terme se soient couvertes dès l'heure du contrat ; nous nous trouverons alors en face d'approvisionnements, utiles ou nuisibles selon que le prix du moment où l'on s'est approvisionné est plus ou moins élevé que celui du moment où l'on rejettera les marchandises sur le marché (3).

Supposons que toutes les personnes qui vendent à terme opèrent à découvert : l'on ne se souciera alors que des stocks futurs ; si on les prévoit plus élevés qu'ils ne le seront plus tard dans la réalité, le cours du terme montera trop haut, si on les prévoit moins élevés, le cours du terme demeurera trop bas. De l'existence d'un trafic à découvert ne résulte point *nécessairement* une tendance vers la baisse ; la spéculation ne songe qu'aux stocks futurs et, selon les prévisions, prévisions de surabondance ou de disette, la limite des offres

(1) Nous voudrions bien savoir si M. du Pré-Collot (M. Paisant) préfère son ancienne définition des options (« option ne veut pas dire que le contractant peut être à son gré acheteur ou vendeur ; le *choix* ne porte que sur la date de l'opération » : Ours et Taureaux, *Journal de l'agriculture* du 14 décembre 1895) à la nouvelle (« une option est une opération qui donne le *choix* de la livraison de la marchandise ou du paiement d'une différence » ; Les marchés à livrer fictifs, *Réforme sociale* du 16 avril 1897).

(2) Les agriculteurs acceptent maintenant ce principe comme prouvé (V. not. Erster allgemeiner österreichischer Bauerntag, Reform der Produktenbörse, dans le *Deutsches Volksblatt* du 16 novembre 1897).

(3) Il est bien certain que l'idée n'est point aussi simple que nous ne l'indiquons en quelques mots : ce principe est vrai, à moins de complications fréquentes, dont nous ne pouvons tenir compte ici.

d'achats sera plus ou moins élevée, aura pour conséquence soit la baisse, soit la hausse des cours.

Supposons maintenant qu'il existe tout un trafic à terme, à couvert et à découvert, avec couverture à quelque moment, les stocks actuels, les prévisions de stocks, tout va jouer un rôle plus ou moins important selon la situation présente et la situation prévue du marché futur. De l'existence de ventes à découvert à côté de ventes à couvert résultera-t-il quelque tendance vers la dépression des cours ? Non, en principe ; il en résultera, sans doute, une tendance vers la baisse lorsque la spéculation prévoira des stocks énormes ou considérables ; car, alors, beaucoup de personnes voudront s'exposer aux dangers de ventes à découvert et accepteront de se présenter comme contreparties à des prix peu élevés. Si l'on prévoit une hausse, les vendeurs à découvert se feront plus rares, tandis que les acheteurs se présenteront nombreux ; la hausse ne sera point arrêtée par des ventes à découvert. Ce que la spéculation a donc en vue, ce sont les stocks, les stocks actuels et les stocks futurs ; les ventes à découvert donnent la *possibilité de spéculer aisément à la baisse*, mais n'ont point pour conséquence nécessaire une dépression des cours. Si on a vendu à terme quatre, cinq, six fois plus de marchandises qu'il n'y en aura, en réalité, plus tard, il a pu se présenter des acheteurs pour des quantités autrement considérables (1).

Recherchons maintenant la solution de la question, que nous avons posée, dans les statistiques qui tiennent le plus large compte des conditions des milieux.

En 1868, M. Gustave Cohn étudia l'effet de la spéculation

(1) Nous n'invoquons pas ici l'argument courant et peu concluant qu'un vendeur a toujours en face de lui un acheteur (Cf. même L. Bamberger, *Der Kampf mit der Dummheit*, *Die Nation*, 21 août 1897, et le secrétaire général de la bourse en produits de Vienne, M. Leinkauf, *Stenographisches Protokoll der Expertise über den Terminhandel in Getreide*, p. 40) ; car, en effet, toute la question est de savoir dans quelle situation les acheteurs sont vis-à-vis des vendeurs, dans quelles conditions les vendeurs ont trouvé des acheteurs et réciproquement.

sur le trafic effectif en seigle de la place de Berlin (1) : il compara le cours du terme au 1^{er} mai pour le 1^{er} septembre avec le cours du disponible au 1^{er} septembre, et inversement. Tandis que l'erreur de la spéculation était en moyenne de 14, 30 0/0 de 1850 à 1859, elle n'atteignait plus, de 1859 à 1867, que 10, 65 0/0 ; comme la spéculation sur les seigles n'a pris à Berlin un très spécial développement que vers 1856, ces statistiques paraissaient prouver le rôle égalisateur du marché à terme.

En 1891, M. M. Kantorowicz reprit l'idée de M. Cohn (2) : il étudia la spéculation sur les grains à Berlin de 1850 à 1890.

On considère généralement ces statistiques comme prouvant que « sous l'influence du marché à terme le prix des grains a subi de moindres fluctuations dans l'espace de grandes périodes que dans les temps antérieurs sans marché à terme » et « que les prévisions des prix pour termes plus éloignés contiennent moins de fautes, dans les temps contemporains, que ce n'était autrefois le cas (3) ». Nous admettons le premier fait comme prouvé ; mais quelle en est la vraie conséquence ? Non pas forcément que le marché à terme est la cause de cette égalisation ; cette égalisation peut tenir à de nouvelles conditions économiques, lesquelles ont eu, pour le moins, une grande influence. Les erreurs de la spéculation sont moindres aujourd'hui, nous l'admettons aussi ; mais ce n'est pas là une conséquence nécessaire du développement du marché à terme ; c'est surtout une preuve du développement des renseignements et les renseignements

(1) Statistische Untersuchung über Wirksamkeit der Spekulation im Berliner Roggenhandel während der Jahre, 1850-1867 (*Zeitschrift der königlich preussischen statistischen Bureaus*, 1868, p. 20 ; reproduit *Material, Statistische Anlagen*).

(2) Die Wirksamkeit der Spekulation im Berliner Kornhandel, 1850-1890 (*Jahrbücher für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft*, Jahrg. XV, p. 1183) ; reproduit aussi dans le *Material, Statistische Anlagen*. — Etude similaire dans Emery, *Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the United States*, p. 242.

(3) Conrad, Die Monatspreise des Getreides, *Jahrbücher für National-ökonomie*, III^e série, IX, p. 247.

se seraient développés sans marché à terme, d'une façon peut-être moins parfaite, mais d'une façon, en tous cas, extrêmement notable.

En réponse à diverses attaques du parti agraire contre le commerce, le professeur Conrad, de l'Université de Halle, prouva à l'aide de statistiques que « dans les derniers temps, la bourse n'avait pas eu pour effet de rendre plus grandes qu'autrefois les fluctuations de prix à travers l'année et n'avait point produit de variations au désavantage des agriculteurs et pour l'avantage du commerce » : les mois où les agriculteurs devaient vendre leurs blés ne subissent aucune dépression sensible (1). Le même économiste, continuant les recherches de MM. Cohn et Kantorowicz dans les données de la statistique, affirmait que le marché de Berlin ne subissait point une plus sensible dépression durant les heures de baisse, et que celui de Mannheim avait par suite de sa situation des cours forcément plus élevés ; il niait aussi d'une façon générale l'effet dépressif du marché à terme (2). Que les agrariens fassent preuve de médiocres connaissances géographiques en s'étonnant de ce que les prix d'un marché aussi voisin des provinces de la Prusse orientale que le marché de Berlin soient moins élevés que ceux du marché de Mannheim, éloigné de tous lieux de production, c'est ce que nous reconnaitrons volontiers. Mais les statistiques ne sauraient prouver que le marché à terme n'a point un effet dépressif sur les cours ; et ceci, pour de nombreux motifs, notamment parce que le trafic à terme n'est devenu général que depuis un petit nombre d'années, ce qui enlève toute valeur aux statistiques antérieures, et surtout parce que le mal serait un *mal interne*, un mal qui produirait ses effets *simultanément sur les différents marchés du monde*.

Si nous observons le tableau des fluctuations du cours du

(1) Die Monatspreise des Getreides, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, III^e série, t. IX, p. 247.

(2) Die Preisentwicklung im Jahre 1895 und den Vorjahren, *eod. loc.*, II^e série, t. XI, p. 602.

peigné de laine en disponible de 1876 à 1894, qu'a publié « l'association des filateurs allemands, suisses et russes, formée pour combattre le marché à terme en peigné » (1), il nous apparaîtra indiscutable que les *écarts de prix* durant chaque année sont allés sans cesse *diminuant* depuis 1888 ; des baisses et des hausses aussi brusques qu'en 1885 et 1886 ne se sont plus représentées ; comme le remarque très exactement la chambre de commerce de Hanau (2), les fluctuations qui variaient autrefois durant une année entre 30 et 50 0/0 sont descendues depuis 1890 (introduction du marché à terme à Leipsick) entre 15 et 10 0/0 ; comme le dit M. Hergersberg, « les fluctuations avant l'introduction de marchés à terme étaient plus sensibles en tant pour cent, mais aussi plus rares, parce qu'elles avaient leur source d'une façon plus sérieuse dans les conditions de production et de consommation, tandis que depuis l'ouverture du trafic à terme les constellations de la bourse sont moindres en pour cent, mais plus fréquentes » (3).

Si nous considérons les tableaux indiquant les fluctuations des cours du sucre brut à Magdebourg, nous nous apercevrons de ce que la baisse, qui commençait en février et s'accroissait sans cesse jusqu'au moment précédant immédiatement l'ouverture de la campagne (septembre), très sensible avant l'introduction du marché à terme, a diminué depuis d'une façon très notable : le marché n'est plus, durant l'hiver, autant opprimé par de nombreuses offres, car les grandes banques font des reports (4). Après le krach de Magdebourg de

(1) Appendice à Eschenbach, *Denkschrift*.

(2) *Jahresbericht der Handelskammer zu Hanau*, 1856, p. 118.

(3) *Bemerkungen zur graphischen Darstellung der Kammzugpreise* (Material, *Statistische Anlagen*, p. 356). — Le marché à terme, ajoute M. Hergersberg, produit cet effet égalisateur notamment « parce que les reports prennent sous leur protection les quantités qui ne sont pas absorbées aussitôt par la consommation et protègent ainsi de la baisse qui existerait en cas de flottant ».

(4) Bayerdörffer, *Zuckerterminhandel*, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. IV, p. 588.

1889, les prix se sont effondrés : mais la dépréciation n'a pas été si grande que si de forts capitalistes étrangers à l'industrie et au commerce effectif du sucre n'étaient point intervenus et n'avaient point fait de reports (1). Il nous paraît certain que la tendance du marché à terme en sucre est *plutôt de relever les cours* que de leur faire subir une dépression, nous en trouverions au besoin une preuve dans la situation du trafic depuis l'introduction du *registre de bourse* (2).

En ce qui concerne le café, il est prouvé que « la fluctuation des cours a diminué depuis l'introduction du marché à terme à Hambourg » (3).

Toutes les conséquences que l'on peut retirer de l'observation des statistiques (4) tendent donc à prouver que l'égalisation des cours à travers le temps est devenue *plutôt* plus parfaite, bien que nous reconnaissons que les preuves fournies ne soient pas également concluantes.

Écoutons maintenant les adversaires du marché à terme.

Le raisonnement des *anti-optionistes* américains est très simple : la vente de produits qui n'existent pas a pour conséquence nécessaire une dépression des cours ; or, les statistiques nous prouvent qu'un nombre énorme de vendeurs opèrent à découvert ; donc le marché à terme a un effet dépressif (5).

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 3261.

(2) Cf. ch. VI ; le point n'est pas contesté.

(3) Bayerdorffer, Kaffeeterminhandel, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, 3^e série, t. I, p. 676.

(4) Le professeur Baron nie le rôle égalisateur du marché à terme de bourse en valeurs : « Pour les valeurs sans nombre qui ne sont pas l'objet des opérations à terme, les fluctuations quotidiennes sont moindres en général », dit-il en manière de raisonnement (Börsenenquete, *Archiv für bürgerliches Recht*, t. IX, p. 231). Ce qu'il faut donc comparer, ce ne sont pas les cours des valeurs sans nombre qui ne sont pas objets d'opérations à terme avec les cours des valeurs qui sont les objets d'opérations à terme, mais les cours des mêmes valeurs de nature plus ou moins spéculative avec ou sans marché à terme.

(5) Voir surtout Emery, soit dans son article de la *Political Science Quarterly* de mars 1895 (Legislation against futures) soit dans son *Speculation on the Stock and Produce Exchange of the United States*, p. 119 ; et

Nous savons qu'un tel argument n'est pas probant ; les statistiques ne nous disent point quel est le courant qui a dominé, si les acheteurs ou les vendeurs ont dominé ; et c'est là justement le point important à connaître ; le *trafic en valeurs* a bien lieu sur des quantités sensiblement plus élevées que le flottant et cependant il ne résulte de cette circonstance aucune tendance vers une baisse constante des cours.

M. Henri Schumacher (1) est persuadé que les conditions actuelles du trafic des grains aux États-Unis d'Amérique ont pour conséquence une dépression des cours ; si cet excellent économiste et brillant écrivain a une vraie tendance à vouloir généraliser cette notion et à l'appliquer aux marchés européens en l'adaptant à son nouveau milieu, il n'en dit rien dans son travail ; il se confine donc dans les bourses en grains des États-Unis qui font l'objet particulier de ses études. Quant au trafic effectif, les exportateurs ont intérêt à une baisse permanente sur le marché national ; de même des propriétaires d'*elevators* ; les meuniers seuls ont intérêt à la hausse : il n'y a donc point contrepoids. Lorsqu'il s'agit de la spéculation, les groupes d'intérêts sont plus difficiles à déterminer : les haussiers sont les acheteurs, les baissiers les vendeurs ; or ce qui fait la force des parties ce n'est point leur nombre, mais leur connaissance des affaires, leur habileté, leur fortune ; il faut donc savoir de quel côté se placent les hommes du métier, de quel côté les *outsiders*. Les hommes du métier spéculent parfois à la hausse, notamment lorsqu'ils font des *corners* ; mais ce n'est là qu'une exception ; il est notoire dans le monde des affaires (2) que la hausse est

aussi un article de Stevens dans le *Quarterly Journal of the Economics*, t. VII, p. 419.

(1) Die Getreidebörsen in den Vereinigten Staaten von America ; *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, III^e série, t. XI, p. 204. Nous ne pouvons qu'indiquer très brièvement les idées longuement exposées par leur auteur ; et cependant ce qui concerne la situation particulière des *elevators* est ici de première importance.

(2) Cette idée, dont nous ne pouvons personnellement apprécier la jus-

représentée par les spéculateurs les moins riches, les plus hasardeux; cela a son motif psychologique : « au spéculateur extraprofessionnel, occasionnel, peu cultivé, il ne vient pas à l'esprit et il reste obscur, comment on peut vendre quelque chose que l'on ne possède point et comment l'on peut faire un gain sur la base d'une telle vente ; au contraire, il lui paraît très simple d'acheter une chose pour la revendre plus tard avec profit (1). » Cette tendance naturelle des *outsiders* a une très grande importance dans un pays comme l'Amérique où le goût, la passion de la spéculation atteint toutes les classes de la société. Il n'y a donc point aux États-Unis, dans le monde des spéculateurs en grains, un vrai contrepoids entre la hausse et la baisse.

Cette conclusion va s'imposer : avec le système de couvertures qui ont pour but d'assurer à une personne qui détient ou qui détiendra naturellement une chose, un prix déterminé (*hedging*), l'intérêt des assurés est à la baisse, ne serait-ce que pour ne point répondre à des *appels de marges* ; avec les ventes à découvert de nature purement spéculative (*shorts*) une baisse peut intervenir : car on ne saurait dire qu'il y a contrepoids par cela seul qu'un vendeur se trouve en face d'un acheteur ; la nécessité d'une couverture ne peut être considérée comme un frein, alors surtout que les spéculateurs à la hausse auront à souffrir de fréquents appels de marge au point de devoir liquider leur situation.

Donc, nous dit M. Schumacher, la baisse a une forte position : « La croyance que la seule existence de marchés à découvert a pour effet une dépression durable est, en ce qui concerne l'Amérique, d'une certaine exactitude. »

Nous ne pouvons suivre M. Schumacher sur le terrain où

tesse, est très fortement ancrée dans l'esprit des hommes d'affaires de tous pays ; nous nous en sommes assuré à maintes reprises ; nous avons d'ailleurs trouvé des traces profondes dans plusieurs livres anglais, notamment dans l'intéressant ouvrage d'Arthur Crump, *The Theory of Stock-Exchange Speculation*, Fourth edition, London, 1875, p. 95.

(1) Getreideboersen, *Jahrbücher*, p. 213.

il nous entraîne : celui-ci connaît fort bien le marché des États-Unis ; tandis que nous, nous le connaissons fort peu ou plutôt nous ne le connaissons que par lui. Nous tenons à dire que les arguments qui seraient de nature probante sont puisés dans la situation particulière du marché américain : celle des *elevators*, d'une spéculation effrénée, d'un système de marge développé.... ; que la théorie de l'absence de contrepoids provenant d'une simple inégalité de forces perd presque toute sa valeur lorsqu'il s'agit de marchés européens où les joueurs n'ont pas un aussi grand rôle ; quant aux couvertures contre les fluctuations de cours, elles n'ont pour conséquences, en circonstances normales, que de placer l'assuré dans une situation neutre, et quant aux ventes ordinaires à découvert, si l'idée que la présence d'un acheteur en face d'un vendeur établit contrepoids nous a toujours paru inexacte, la nécessité d'une couverture est généralement un frein assez efficace.

Résumons les opinions et théories de M. Charles W. Smith telles qu'elles sont exposées dans son ouvrage le plus connu : *Commercial gambling ; the principal causes of depression in agriculture and Trade* (1).

La baisse a commencé en Amérique vers l'époque où on y introduisit le marché à terme (le système d'*options* et *futures*) (1875-1876). Elle y a augmenté avec le développement du marché à terme (1876-1882). Elle y a augmenté encore lorsque les opérations d'importation se firent sur cette base (1882-1888). Elle est devenue maxima avec la généralisation du système des marchés à terme. Les produits, les premiers atteints, furent ceux où le marché à terme exista tout d'abord. Après diverses campagnes de hausse, la réaction fut plus sensible. Les diverses marchandises sur lesquelles on n'opérait pas à terme ressentirent naturellement et par contre-coup le courant de baisse ; et la dépression commença. Une preuve peut en être donnée : comparons les prix du blé,

(1) London, 1893.

objet préféré de la spéculation, de l'orge, objet d'une moindre spéculation et de l'avoine, objet d'une minime spéculation, en 1872, 1882 et 1892 (1).

	Blé s. d.	Orge s. d.	Avoine s. d.
1872	57.0	37.5	23.2
1882	45.1 = 21 0/0	31.2 = 17 0/0	21.10 = 6 0/0
1892	30.3 = 33 0/0	26.2 = 16 0/0	19.10 = 9 0/0
Baisse depuis 1872 }	47 0/0	30 0/0	14 0/0

« Le développement du marché à terme dans des dimensions toujours plus grandes, dans des cercles toujours plus étendus coïncide, en fait, avec la baisse du prix des marchandises » ; aussi, ajoute M. Etienne de Tisza en montrant d'un trait la fragilité de toute doctrine identique à celle de M. C. W. Smith, « rien ne paraît plus simple que de joindre les deux apparitions dans un lien de cause à effet » (2). Une réfutation de cette théorie *historique* ne peut être fournie que par des théories sur la vraie cause de la dépression du prix des marchandises telles que celle que nous avons déjà soutenue sur la cause de la dépression du prix des grains (3).

M. W. E. Bear vient de reprendre avec clarté les principaux arguments qu'il invoque pour prouver l'effet dépressif du marché à terme : « de nombreuses offres de blés fictifs ont un effet dépressif sur les prix du marché ; on ne saurait prétendre que de nombreux achats de blés fictifs neutralisent l'effet de nombreuses ventes, car de fortes offres de produits réels entraînent une baisse, alors même qu'il se présente des acheteurs à quelque prix ; la vente sur papiers, en une seule année, de dix fois la quantité récoltée en Amérique a un effet *non égal* à la vente de dix fois la quantité de blé réel, mais un effet *semblable* ». L'établissement en système d'*options* et de *couvertures par options* a pour consé-

(1) P. 157.

(2) *Ungarische Agrarpolitik*, p. 41.

(3) V. Introduction, p. 28.

quence de rompre l'équilibre entre la hausse et la baisse : les importateurs et les détenteurs de marchandises effectives n'ont plus un vrai intérêt à la hausse ; tout au contraire, ils ont généralement un intérêt à la baisse étant donnée leur position de baissiers dans leurs actes de pure spéculation. « Les haussiers n'ont pas sur les prix du marché une influence aussi puissante que les baissiers » (1) : une panique est plus facile à amener qu'une hausse ; les *ours* (baissiers) ont des moyens particuliers pour *manipuler* le marché. La fixation de bas prix pour des mois éloignés a pour conséquence une baisse du prix des grains sur le marché actuel et sur le cours du terme d'un avenir prochain : elle tend à stéréotyper sur ces prix les prix d'une époque plus éloignée.

C'est là une théorie intéressante et bien argumentée. Et cependant l'idée que la vente de dix fois plus de blé qu'il n'en est produit a pour conséquence une baisse des prix n'est nullement concluante, parce que, ainsi que nous l'avons déjà dit, la question est de savoir si les vendeurs ou les acheteurs dominent ; lorsque nous savons sur quelles quantités on a opéré, nous ignorons dans quel sens se dessine le courant dominant. Le trafic à terme a-t-il lieu sur une quantité dix fois plus grande que le trafic effectif ? Qui nous dit que vis-à-vis de dix ordres de vente, il n'y en avait pas onze ou douze d'achat. Que le système des couvertures n'intéresse plus à la hausse de nombreuses personnes assez puissantes, cela est bien certain ; mais la place de ces anciens spéculateurs à la hausse est prise par quelques personnes et ces personnes servent généralement de contrepoids. Que le marché à terme accentue en quelque mesure un courant de baisse nettement dessiné, nous ne pouvons le nier d'une façon absolue ; ce n'est là cependant qu'une tendance générale de toute spéculation à découvert ; c'est peut-être là aussi une tendance de la spéculation à couvert, qu'un courant de baisse

(1) Market Wrecking, *The Fortnightly Review*, avril 1897. Cf. Gambling in farm produce, *The Journal of the Royal Agricultural Society of England*, Juni 1893.

continue découragement de tout approvisionnement en cas de surabondance. Nous ne voulons point nier complètement l'exactitude de cette théorie en ce qui concerne très spécialement le marché de Liverpool et même les grandes places d'importation. Si M. Bear lui donne, certes, une trop notable importance, nous ne considérons point l'accentuation du courant de baisse par suite de *hedges* comme impossible ; alors surtout qu'en constatant la diminution très sensible des relations entre la quantité livrée effectivement et la quantité trafiquée à terme, M. Broomhall lui-même déclare que c'est là notamment une conséquence du développement du système des couvertures (1) : *peut-être* doit-on dire que par suite du courant de baisse des dernières années et par suite d'une certaine rupture de l'équilibre, provenant de trop nombreuses couvertures, le marché à terme a eu pour conséquence sur les places d'importation une certaine accentuation du courant de baisse ; mais nous ne voyons point là la cause de la dépression du prix des grains ; nous dirons plus, nous considérons une telle influence comme simplement possible et non comme prouvée.

M. Hammesfahr, important négociant en grains d'Anvers, publia, tout d'abord, en 1896, une courte brochure où il dénonça violemment le marché à terme comme la cause de la dépression des cours, puis, dernièrement, une autre brochure, plus facile à comprendre, moins absolue en ses con-

(1) Broomhall's Corn Trade Year Book, 1896, p. 6. — Tableau des relations entre les quantités sur lesquelles on a opéré à terme et les quantités de marchandises effectives livrées, en vertu de ces marchés, à Liverpool durant les dernières années :

	Quantités de blés vendues à terme	Quantités livrées en vertu de ce marché	pour cent
1889	4,456,000 Qrs	401,000 Qrs	9 0/0
1890	6,292,000	562,000	9 0/0
1891	10,030,000	470,000	4 1/2 0/0
1892	11,300,000	864,000	7 1/2 0/0
1893	14,170,090	1,127,000	8 0/0
1894	12,660,000	850,000	6 1/2 0/0
1895	15,400,000	1,237,000	8 0/0
1896	18,500,000	631,000	3 1/2 0/0

clusions, si l'auteur demeure un terrible ennemi des opérations *légitimes*, mille fois pire que le jeu de bourse. Retenons seulement ce qu'il dit des arbitrageurs : ceux-ci ont l'habitude de faire leurs opérations sur la base du terme avec un moindre profit, attendant d'une baisse la majeure partie de leurs bénéfices, car ils rachèteront alors à terme et toucheront un jour la différence entre le prix de la vente primitive et le prix de cet achat ; la conséquence en est l'oppression des marchés des pays importateurs par des grains qui ne devraient pas y venir (1). Impossible de voir là une cause d'un courant *continu* de baisse ; on pourrait y voir, seulement, la cause d'un écart, très souvent insuffisant pour tenter un commerçant ordinaire, entre les prix des pays de production et les prix des pays de consommation.

Aucun économiste ou politicien allemand n'a exposé avec netteté la théorie selon laquelle le marché à terme aurait un effet dépressif sur les cours du comptant ou du disponible. Le député de Frege-Abtnaundorf s'est contenté d'indiquer une manœuvre courante, dit-il, de la part des importateurs (2) : celle-ci ne saurait, en tous cas, expliquer le mouvement constant de baisse des dernières années. Le député Röeder a repris l'argument des *anti-optionnistes* en disant simplement : « 90 0/0 des opérations ne sont traitées que sur le papier », « il en résulte que ce trafic doit déjà entraîner la baisse des prix, parce que tout se passe comme si, non point cent mille tonnes, mais un million était là ». « Les boursiers spéculent à la baisse » et « ils ont le moyen de régler les prix de la bourse (3) ». Le professeur Kühn tout en reconnaissant que la première cause de la baisse du prix des grains est « le développement de la faculté d'exporter de la part de pays étrangers produisant en grand et bon marché

(1) *Der Getreideterminhandel, Antwerpen, 1896. Getreidehandel und Børsen, Antwerpen, 1897* (il en existe une traduction française).

(2) *Bericht über die XX Plenarsammlung des deutschen Landwirthschaftsraaths*, p. 537.

(3) *Bericht über die XXII Plenarsammlung des deutschen Landwirthschaftsraaths*, p. 295.

et la diminution du prix des transports », déclare que le marché à terme augmente la crise : « les énormes quantités de grains vendus à découvert et n'existant pas en réalité produisent le même effet qu'une importation renforcée (1) ». Le professeur Ruhland insista sur l'effet dépressif « des ventes à découvert et sur la situation du marché berlinois où le courant de baisse, sensible, est dû au marché à terme (2) ». Selon M. Van Gülpen, enfin, le marché à terme serait la cause de la dépréciation du métal-argent (3) et de toutes les marchandises, notamment du café (4) : ce grand commerçant a voué une haine à mort aux opérations à découvert ; il reprend la plupart des arguments qui nous sont connus ; il ne sort d'un tel cercle d'idées que lorsqu'il nous montre les nombreuses et petites fluctuations, qui ont succédé aux rares et grandes, comme très spécialement néfastes aux détenteurs de marchandises effectives : ceux-ci n'osent plus avoir des quantités considérables dans leurs magasins ; sur les grandes places, les stocks ont augmenté et déprimerait les cours. Ce dernier argument ne saurait être considéré comme concluant : la situation actuelle des commerçants en café effectif est connue et la spéculation compte sur les demandes qui doivent nécessairement venir. La cause de la dépression des cours du café est très bien indiquée par M. Van Gülpen lui-même : « à la suite des hauts prix et d'une consommation croissante, la production a augmenté durant les dernières années » ; lorsque celui-ci ajoute que « s'il y a eu une petite surproduction en 1896-1897, il n'y a point là le motif d'une dépréciation de l'article de 48 à 24 cents », il n'a point l'air de se douter qu'une quantité minime, proportionnellement à la quantité de la production totale, peut avoir

(1) *Zeitschrift der Landwirthschaftskammer für die Provinz Sachsen*, 1856, p. 164.

(2) *Zur Aufhebung der Blankotermingeschäfte*.

(3) *Terminhandel und Währung* ; Nachtrag, *Die Solidarität der Wærthe*.

(4) En plus de son *Terminhandel und Børse*, de nombreux petits écrits publiés très récemment, tels que *Kaffee*, *Waarenwechsel*.

de très graves conséquences, en rompant nettement les relations antérieures de l'offre et de la demande.

Quelle est, en réalité, l'influence du marché à terme de bourse sur les cours du comptant ? Lorsque M. Wittelhœfer répond à cette question que « le marché à terme de nature spéculative doit, en temps calmes, avoir une influence égalisatrice, mais, en temps agités, accentuer les tendances du marché (1) », il touche de près à la vérité. Toutes les fois que les spéculateurs prévoient exactement l'avenir, les cours s'égalisent à travers le temps ; toutes les fois qu'ils se trompent, les fluctuations deviennent plus sensibles : lorsque les joueurs et les agioteurs ne prennent point une grande influence sur le marché, les prévisions sont le plus souvent exactes ; elles sont le plus souvent inexactes lorsque, tout au contraire, les spéculateurs agissant en connaissance de cause passent au second plan ; mais il n'y a là rien de très absolu, car le joueur peut avoir une influence heureuse, le spéculateur une influence néfaste.

Nous croyons qu'en fait, le marché à terme de bourse a plutôt un rôle égalisateur (2) ; quelques statistiques que nous avons vues semblent confirmer cette conclusion ; et cependant, avouons-le, il nous est impossible de fournir une preuve indiscutable de ce que nous croyons exact à la suite d'études générales et d'observations particulières.

« Si la spéculation à la baisse a beaucoup plus de chances de succès que la spéculation en sens inverse, pour le motif très simple qu'il n'est point difficile ou peu difficile au baissier d'attirer toutes les quantités voulues de marchandises sur le marché à terme ; pour ce même motif, en de telles époques et lors de telle situation du marché en marchandises, la situation des haussiers est plus difficile et plus dangereuse parce qu'ils doivent prendre livraison de toutes les

(1) *ÖEsterreichisches Staatswörterbuch*, t. 1, p. 191.

(2) La presque totalité des experts de la commission d'enquête croyaient à l'effet nivélateur du *marché à terme de bourse*.

marchandises que les baissiers sont en position d'attirer (1) », il en résulte non point un courant de baisse mais une plus grande facilité pour se livrer aux agiotages à la baisse. Nous nous refusons à croire d'une façon générale à l'*effet dépressif* du marché à terme. Sans nier cependant qu'en diverses circonstances l'oppression du marché par des *couvertures* puisse avoir lieu sur le marché. On sait d'ailleurs qu'à d'autres points de vue le système de l'assurance contre la fluctuation des cours ne nous paraît pas une institution admirable.

L'influence de *marchés à terme de bourse* sur les marchés effectifs est plus spécialement notable lorsque ces marchés effectifs sont des marchés à livrer : si la moindre différence entre la qualité désirée et la qualité livrable à terme trouve son expression dans les prix, le cours du terme sert généralement de base aux discussions sur les conditions du contrat ; et ceci, alors surtout qu'une des parties se couvre par quelque opération faite concurremment sur le marché à terme.

En limitant notre étude de l'influence des marchés à terme de bourse sur les cours effectifs à une étude de l'influence des marchés à terme de bourse sur les cours du comptant, nous n'avions donc point aperçu un des côtés les plus importants de la question générale que nous avons tout d'abord posée.

VI

Toute différence entre la qualité des produits importés ou semi-manufacturés et la qualité minima fixée par les *conditions pour marchés à terme* devient l'objet d'un bénéfice à la suite d'une couverture sur le marché à terme et d'une vente sur échantillon, toutes les fois que l'effort doit être fructueux, c'est-à-dire toutes les fois que les frais de timbre, de courtage, souvent aussi de commission, ne dépasseront ou n'al-

(1) Buchenberger, *Grundzüge der Agrarpolitik*. p. 294.

teindront probablement point la différence entre le prix de vente de la marchandise sur le marché effectif et le prix d'achat sur le marché effectif d'une marchandise de qualité simplement *livrable* ou d'une opération semblable et inverse sur le marché à terme. Une conséquence de cette observation et de celle-ci que le marché à terme ne suppose pas des relations constantes d'affaires, des relations de clientèle entre le livreur et le réceptionnaire et n'oblige point celui-là à des ménagements vis-à-vis de celui-ci, est, au cas de trafic à terme, l'établissement en système de la livraison de marchandises très voisines du type minimum fixé par les usages. Si ce type minimum est assez faible, les marchandises livrables seront-elles toujours utilisables pour la consommation ou pour l'industrie ?

Si le type choisi est assez élevé, la quantité, existante et disponible pour chaque trafic, de marchandises livrables sera-t-elle suffisante pour alimenter un trafic à terme ?

Il est bien certain que, dans le premier cas, il arrive un moment où les produits ne peuvent plus être utilisés normalement ; quelles sont alors les conséquences d'un tel état de choses ? Le discrédit de la marchandise s'accroît sans cesse à mesure que l'on approche du terme et que les parties songent plus à une livraison. Que l'on nous dise : les marchandises de médiocre qualité sont meilleur marché ; les cotes indiquent le cours de ces marchandises ; le public sait que pour des marchandises d'une meilleure qualité il doit attendre un meilleur prix sur le marché effectif ; et nous répondrons : de tels principes sont généralement très exacts ; mais l'existence d'une qualité très médiocre n'en a pas moins un double désavantage : d'une part, elle jette un certain discrédit sur le trafic et cause une dépression des cours souvent peu importante, mais notable cependant ; elle fait subir une vraie perte, et des plus malheureuses, à toutes les personnes, qui détiennent des marchandises de qualité moyenne et qui ont dû ou voulu tout d'abord opérer sur le marché à terme, car celles-ci n'ont point avantage à se couvrir et à faire ensuite

une opération effective, alors surtout qu'il s'agit de personnes étrangères à la place qui auraient généralement à payer une double provision à un commissionnaire : l'écart entre les deux prix d'un marché à terme et d'un marché effectif est alors insuffisant.

Il est bien certain aussi, que, dans la seconde hypothèse, il arrive un moment où des accaparements voulus ou involontaires deviennent des dangers permanents.

Peut-on trouver un moment où la marchandise soit utilisable, sans être trop rare ? Pure question de fait, qui, pour la grande majorité des marchandises de bourse, doit être résolue affirmativement ; alors surtout que, d'une part, on étudiera sérieusement les types, on déclarera expressément comme ne pouvant être livrées certaines qualités..... et que de l'autre on saura faire usage des clauses fréquemment introduites dans les conditions à terme et destinées à rendre tout *corner* moins terrible et moins fructueux (1).

Le mélange des grains est-il la conséquence forcée d'un trafic à terme sur une qualité unique ? Tel est un des plus graves problèmes qui se pose d'une façon générale dans le trafic des marchandises de bourse les plus courantes. « La mise en pratique du principe de la fongibilité des grains n'est point possible sans mélange, si une seule limite de qualité est fixée pour la livraison à terme. » Si on ne trouve point, poursuit notre auteur, à acheter des grains de la qualité exactement livrable, sur le marché effectif, un mélange s'impose. « De forts mélanges sont la conséquence de notre organisation actuelle » (2).

M. Schumacher pose, d'une façon beaucoup trop absolue, un principe exact : les mélanges ne sont point les conséquences forcées, mais les conséquences naturelles de

(1) Conditions de la caisse de liquidation de Leipzig pour marchés à terme en peigné de laine, conditions de la caisse de liquidation du Havre pour marchés à terme en laine brute.

(2) H. Schumacher, *Getreidebörse America*, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, III^e série, t. XI, p. 167.

l'organisation actuelle ; et ces conséquences naturelles, nous devons les accepter toutes les fois qu'elles ne laissent point place à des abus ; la limite entre ce que nous considérons comme légitime et comme illégitime est très nettement et très exactement indiquée dans l'article 2, alinéa 3, du *règlement du marché des seigles à Paris*, dans l'article 5, alinéa 2, du *règlement du marché des blés à Paris* : « le mélange de seigles (de blés) de provenances différentes est interdit » ; principe plus sévère que le principe nouvellement introduit dans les conditions pour marchés à livrer en blés de Berlin : « tout mélange artificiel de blés jaunes (rouges) et de blés blancs est interdit ». La différence entre les deux systèmes est notable : dans le premier cas, la notion est précise, affirmative ; dans le second, elle est limitée dans son étendue, négative ; nous ne cacherons point nos préférences pour la première de ces notions, sans pouvoir insister plus longuement sur cette question générale.

Autre question, agitée par quelques commerçants allemands en marchandises effectives : quelle est l'influence du marché à terme sur la qualité et sur la quantité des marchandises produites ?

La fixation d'un type livrable à terme, correspondant à une qualité assez minime, a-t-elle pour conséquence la négligence du producteur ; la fixation d'un type élevé, un plus grand souci de la qualité produite ? Au premier abord, cette question, dont la gravité n'a été saisie que dans les toutes dernières années, paraît devoir être résolue affirmativement. Il n'en est rien, cependant ; un développement parallèle a fait songer ici à un lien de cause à effet, d'une façon aussi inexacte que lorsqu'il s'agit du trafic à terme et de la baisse des prix ; d'ailleurs la dépression qui s'est produite dans la qualité des cafés durant les dernières années n'est point très notable ; l'incurie des nègres et de nombreux planteurs en temps d'énormes récoltes nous en semble la principale cause et l'introduction du marché à terme sur les grandes places du monde nous paraît n'avoir rien changé à la situation an-

térieure. Les planteurs savent très bien que pour une qualité supérieure, ils auront un plus haut prix après une vente sur le marché effectif ; et c'est là un frein très notable à leur nonchalance.

On a dit aussi, parfois, que les facilités de ventes, conséquences de l'établissement du marché à terme, étaient les causes d'une surproduction. Répondons qu'une vente de quantités quelconques était également possible avant le marché à terme ; les facilités actuelles ne sauraient expliquer une surproduction dans les circonstances indiquées.

CHAPITRE V

LA SPÉCULATION ET LE TRAFIC A TERME DE BOURSE SUR LES PLACES ALLEMANDES : LES ABUS GÉNÉRAUX ET LES REMÈDES TROUVÉS AVANT L'ENTRÉE EN VIGUEUR DE LA LOI DES BOURSES.

- I. — Abus généraux qui s'étaient produits sur les places allemandes dans le monde de la spéculation sur valeurs et sur marchandises : le jeu de bourse à terme et au comptant ; l'incitation au jeu de bourse.
- II. — (Suite). L'agiotage : les étranglements, les éloignements de marchandises, etc. à Berlin, Magdebourg et Hambourg.
- III. — (Suite). La qualité des marchandises livrées en vertu des marchés à terme de bourse et reconnues livrables. — Autres abus.
- IV. — Les commerçants et leur nonchalance ; lenteur forcée dans l'action des commerçants, optimisme cependant excessif des commerçants allemands. Ce que les commerçants ont fait eux-mêmes pour purifier le marché : excellence de ces réformes, qui sont simples et pratiques. — L'intervention gouvernementale en Prusse ; relations du gouvernement et des organes commerciaux : l'affaire du Rivettwheat.
- V. — L'intervention d'une jurisprudence, sans cesse plus extensive, du Tribunal d'Empire sur les marchés différentiels : valeur du remède.

I

Les abus qui avaient été sur les places allemandes les conséquences d'une spéculation malsaine et effrénée et que la commission d'enquête sur la bourse était appelée à étudier, puis à combattre d'une façon peut-être plus spéciale, s'étaient présentés dans le trafic en valeurs lors de la dernière crise économique et dans le trafic en produits et en marchandises sur les places de Berlin, Magdebourg et Hambourg : on

visait sur la première la spéculation sur les grains, sur la deuxième la spéculation sur les sucres, sur la dernière la spéculation sur les cafés ; la spéculation sur le peigné de laine, qui se concentrait à Leipsick, jetait, au dire de nombreux Alsaciens et Allemands, le plus grand trouble dans l'industrie.

Nous connaissons déjà les griefs particuliers des personnes appartenant à chaque branche de commerce ; écoutons donc les seules plaintes de nature générale.

En 1890 et 1891, la passion du jeu s'était propagée à travers toutes les classes sociales ; si les conséquences en avaient été moins terribles qu'en 1872, le mal semblait devenu plus profond. *Pasteurs, garçons de bains, officiers, employés de bureau*, tous les milieux les plus divers avaient été atteints par le désir très humain de faire rapide fortune et par celui de lutter avec succès contre l'abaissement du taux de l'intérêt, qui coïncidait avec l'augmentation des besoins, avec des exigences toujours nouvelles. Les *plongers*, ces joueurs sans principes qui risquent le tout pour le tout, furent nombreux. Les agrariens disaient, d'une façon trop pessimiste, mais non sans quelque vérité, que « la bourse à terme de Berlin était assiégée par une armée de spéculateurs pour la plupart gens d'espèce douteuse qui sont appelés avec raison la terreur des opérations effectives » (1).

La forme de contrat choisie par les joueurs était généralement le *marché à terme de bourse* : le jeu différentiel (le jeu sous la forme de marchés devant dès l'origine se terminer, après quelque opération de couverture, réelle ou feinte, par un règlement pécuniaire entre commissionnaires et commettants) prit une grande extension. Mais les joueurs se rencontraient aussi sur un tout autre terrain, où les banquiers habiles savaient les attirer : les marchés au comptant masquaient parfois de vrais actes de spéculation qui étaient plus dangereux pour leurs auteurs puisque les bénéfices dev-

(1) *Bericht über die XX Plenarversammlung des deutschen Landwirthschaftsraths*, p. 557.

naient alors plus difficiles à réaliser ; l'opération était moins dangereuse pour les commissionnaires parce que toute la nouvelle jurisprudence sur les marchés différentiels ne pouvait trouver son application et que l'on n'avait rencontré personne qui eût songé à invoquer contre eux l'exception de jeu.

Les banquiers et les commissionnaires en produits tirent une part, plus ou moins notable, de leurs gains des provisions qu'ils touchent comme commissionnaires ; aussi avaient-ils souvent la faiblesse d'accepter de leurs clients des ordres qu'ils prévoyaient désastreux et poussaient-ils même parfois à des opérations dangereuses en vue, tout au moins, de prélever leurs *droits*. Les grandes maisons, qui jouissaient du plus haut nom d'honorabilité, ne suivaient pas toujours une ligne de conduite aussi austère que celle de ce banquier cité devant la commission d'enquête pour refuser son intermédiaire pour tout marché à terme ; elles laissaient leurs clients s'engager au delà de leurs forces, s'exposer aux plus grands dangers, sans essayer de les retenir, avant de se voir elles-mêmes insuffisamment garanties par les gages et dépôts qu'elles avaient reçus. Mais, lorsqu'il s'agissait de maisons véreuses, poussées parfois par cette horrible misère résultant de la concurrence et de la baisse sans cesse accentuée du taux des provisions, il n'y avait point de leur part une simple faiblesse, mais de vraies incitations aux opérations les plus aléatoires, qui devaient ruiner la famille de leurs clients, mais augmenter leurs recettes ; elles savaient remplir la presse d'annonces alléchantes, distribuer des circulaires à la sortie des usines et des grands magasins, envoyer des remisiers à travers la campagne. Il n'était pas difficile d'attirer les classes laborieuses et naïves par l'attrait de fortes rentes et d'une prompte fortune (1).

(1) Une petite brochure : *Der Weg zum Reichtum*, dont parla la presse berlinoise, est bien le type de tous ces écrits destinés à engager le public à jouer à la bourse.

Peu importait que les portes de la bourse fussent fermées aux petits capitalistes, aux travailleurs, aux portiers, aux garçons de bain ; les ordres étaient donnés, puis exécutés par un tiers. On vit même « trois clients d'une banque se tenir tous les jours durant les heures de bourse dans le vestibule de la bourse, recevoir là d'un employé les renseignements sur les cours actuels et lui donner ensuite leurs ordres (1) ».

Pour attirer les clients, on demandait de très faibles gages, représentant, par exemple, le vingtième, le quarantième de la valeur actuelle des titres ; aussi ceux-ci devaient-ils, à la première fluctuation des cours, soit répondre à un appel de couverture, soit laisser liquider leur situation. De très nombreuses *conditions* de maisons de commission ne laissaient point aux commettants le temps nécessaire pour se procurer l'argent : le gage était vendu et le banquier avait touché sa provision ; c'est ainsi que l'on *jétait hors de l'engagement* (*warf aus dem Engagement*), selon l'expression technique !

II

Voyons maintenant quelles furent les « mauvaises pratiques introduites dans la vie commerciale » à la suite du jeu de bourse et d'une spéculation effrénée : il s'agit ici, tout d'abord, d'actes d'agiotage.

Quelques *étranglements* furent tentés et réussirent à Hambourg et à Magdebourg dans le commerce du café et du sucre ; les derniers étranglements en valeurs sont assez anciens ou eurent lieu sur des marchés voisins (notamment à Bâle). En maintes circonstances, des syndicats de spéculateurs surent prendre une position accentuée à la hausse ou à la baisse dans le but non de couvrir quelque besoin prévu, mais de reproduire un mouvement artificiel des cours dont ils pourraient tirer bénéfice. Berlin connut les *éloignements de*

(1) Munk, *Missbräuche*, p. 27.

marchandises. Les agrariens soutiennent que sur ce dernier marché les arbitragistes déprimaient les cours par une offre dix fois plus élevée que la quantité importée, puis profitaient du mouvement factice pour se couvrir (1). Une telle manœuvre serait possible sur un marché restreint ; l'était-elle sur un marché aussi important que celui de Berlin ? Nous croyons devoir en douter (2).

On a prétendu souvent que les spéculateurs à la baisse profitaient de la disposition leur donnant le droit de livrer durant deux mois (puis un mois) pour amener les spéculateurs à la hausse à transiger : ils savaient, dit-on, annoncer successivement des marchandises de mauvaises qualités ; leurs contreparties forcées de tenir toujours disponibles des sommes assez élevées auraient préféré un règlement pécuniaire avec perte à une attente aussi néfaste. Nous considérons un tel abus comme possible ; a-t-il eu lieu et surtout a-t-il eu lieu souvent dans la réalité ? C'est ce que nous ne saurions dire : négation intéressée d'un côté, exagération de l'autre nous forcent à prendre une position prudente.

III

Les marchandises livrées par les vendeurs à terme furent souvent d'une qualité très médiocre. Un grand nombre, peut-être même la majorité des commerçants en marchandises effectives des places allemandes ne s'approvisionne plus sur le marché à terme lorsqu'ils ont besoin de marchandises de qualité moyenne : quelques surprises désagréables leur ont, disent-ils, servi de leçon. Les désignations des *conditions* sont devenues, avec l'importation des qualités les plus diverses et avec l'interprétation de droit strict des experts,

(1) En ce sens not. Referat von von Frege-Abtnaundorf, *Bericht über die XX Plenarversammlung des deutschen Landwirthschaftsrathes*.

(2) Cf. la réponse de M. Grünwald aux attaques des agrariens, *National Zeitung*, 18 mars 1892, 3^e édition.

insuffisantes à maintenir le commerce dans des barrières légitimes.

Durant les dernières années, un progrès sensible s'était fait sentir en Prusse dans le commerce des grains ; ce progrès était-il suffisant ? Le trafic effectif était-il assez étroitement lié au trafic à terme de bourse ? On assure, dans le parti agraire, que plusieurs vendeurs à terme auraient amené leurs contreparties à transiger à n'importe quelles conditions en les menaçant de leur livrer des marchandises de la plus médiocre qualité, et répondant, cependant, aux désignations du contrat. En tous cas, les agioteurs profitèrent souvent, lorsqu'ils étaient spéculateurs à la baisse, de la faculté de livrer des grains de qualités médiocres afin d'alarmer les spéculateurs à la hausse qui voulaient prendre livraison.

Les abus qui en résultaient, plus ou moins sensibles selon les articles et selon les moments, méritaient d'attirer l'attention de la commission d'enquête.

Beaucoup d'autres abus généraux se présentèrent sur les places allemandes et se rattachèrent plus ou moins étroitement à ceux que nous avons indiqués.

IV

Les commerçants sont libéraux par intérêt ; ils semblent même l'être par nature (1). Il est bien certain qu'ils ont besoin de leurs aises et que ces aises sont des forces vivifiantes toutes les fois que leurs actes ont un but économiquement utile.

Mais les abus sont proches ; une action commune devient difficile à organiser : les intérêts en jeu sont si multiples ; l'égoïsme est si courant ; après le moment de colère qui suit quelque expérience pénible, l'oubli vient si vite ; une dispo-

(1) « Comment une opération peut-elle être mauvaise aux yeux des commerçants, lorsqu'ils en tirent quelque bénéfice », s'écrit avec raison M. Hammesfahr (Der Feenpalast, *Die Zukunft* du 7 août 1897).

sition quelconque n'est-elle point tournée par les hommes habiles et moins honnêtes, pour lier les seules personnes qui ont de solides principes moraux ; trouver une vérité générale et absolue est aussi impossible aux commerçants qu'aux hommes de science ; souvent les exceptions paraissent aux praticiens miner solidement ce qu'elles ne devaient même pas entamer.

L'action des commerçants devient dès lors fort rare ; elle est aussi fort lente : contre tous les abus que nous avons relevés en ne tenant compte que des plus généraux, les commerçants allemands se sont laissé entraîner par le même courant qui entraîne tous les commerçants du monde : ils ont agi avec mollesse, tant que le gouvernement n'est point venu les mettre en demeure d'agir. Mais toutes les fois qu'ils ont agi eux-mêmes et par eux-mêmes les résultats furent excellents, parce que les moyens furent simples, parce qu'ils furent pratiques, parce qu'ils n'eurent point de suite un caractère définitif. Contre le jeu de bourse, ils n'intervinrent jamais : quelques ententes relatives aux actes des employés des grandes maisons de commerce furent peu respectées. Contre l'agiotage, ils se contentèrent de prononcer quelques cris, qui accentuèrent l'hostilité du public. Quant aux *conditions* pour marchés à terme, elles ne subirent de la part du commerce, que des modifications minimales, insuffisantes.

Le gouvernement prussien, essentiellement autoritaire ou plutôt militaire, ne pouvait rester dans l'inaction du moment où il avait un droit et que ce droit avait lieu d'être exercé. Son intervention fut parfois heureuse ; elle fut aussi parfois maladroite ; elle fut toujours brutale et diminua sensiblement chez les commerçants le prestige, si ancré dans la race, de la notion d'autorité. Il suffirait, pour s'en assurer, de parcourir quelques messages officiels au style impératif, de considérer quelques-unes des phrases imposant telle réforme ou laissant le choix entre deux réformes ; l'incompétence du *conseiller de gouvernement* qui les a inspirées ou composées, perçue sous la rude simplicité de la forme et ap-

pelle immédiatement la contradiction de tout être sensé : c'est en répondant à leur ministre que les Chambres de commerce et les corporations marchandes de tout le royaume de Prusse ont aiguisé leur esprit et accentué cette tournure d'esprit assez sophistiquée que le lecteur a déjà dû remarquer dans maintes objections aux propositions de réforme et aux projets de loi (1).

En 1888 et 1889, le ministre prussien du commerce intervint à la bourse de Berlin et dans certaines bourses locales afin d'obliger les commerçants à faire plusieurs réformes (2). Celles-ci furent en partie fort heureuses : deux formulaires furent composés : un pour le blé ordinaire, un autre pour le seul *Rivett-wheat* (Rauhweizen), blé, qui fournit de la farine dont on ne peut faire du pain, si on ne le mélange pas avec un autre ; personne n'opéra sur la base de ce dernier formulaire, le Rivettwheat ne fut plus cultivé, alors qu'il aurait subsisté si on avait établi, comme le demandaient les anciens de Berlin, un formulaire où l'on excluait tout mélange de rivettwheat, et un formulaire où l'on permettait un tel mélange dans de certaines proportions. Le ministre du commerce crut que la meilleure façon d'empêcher une concurrence redoutable des grains étrangers sur le marché berlinois était d'élever la densité exigée des grains livrables : une réforme, basée sur l'erreur courante que la densité est *toujours* le principal élément lorsqu'il s'agit de déterminer la qualité des grains, eut pour notable conséquence d'empêcher, en plusieurs circonstances, la livraison de grains nationaux et de faciliter la vente de grains étrangers (3) !

(1) C'est ici que nous aurions voulu rappeler en exemple l'histoire de la halle aux blés : craignant que ce ne soit par inattention que la personne chargée des fonctions de censeur nous ait laissé les copies de nombreux passages de la cote G 25, nous passerons sous silence cet événement historique complètement inconnu.

(2) Cf. Poschinger, *Fürst Bismarck als Volkswirth*, t. III ; cf. *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*.

(3) Material, *Sten. Ber.*, p. 2524.

Si cette intervention du gouvernement eut des résultats douteux, elle en eut, dans son ensemble, d'excellents ; les commerçants berlinois reconnaissent que la qualité des grains livrables à terme était devenue sensiblement meilleure ; le marché était sensiblement purifié depuis l'ensemble des nouvelles mesures imposées avec une main rude et non sans porter, parfois, une malheureuse atteinte à des situations très respectables.

V

Après la crise de 1890-1891, le *tribunal d'Empire* vint en aide aux joueurs en interprétant d'une façon sans cesse plus extensive les principes que la jurisprudence allemande avait posés sur les caractéristiques des *marchés différentiels*. Il n'est pas douteux que l'évolution, que nous allons indiquer, avait un caractère nettement prétorien, était une sorte d'adaptation à un milieu nouveau de principes plus particuliers et qu'il s'agissait là d'une œuvre moralisatrice : la protection de personnes faibles et le découragement de mandataires peu respectables (1).

La *Haute cour commerciale de l'Empire allemand* avait établi, en jurisprudence constante, que « ce n'était pas d'après l'intention des parties, mais d'après l'expression formelle de leur volonté, d'après leur entente connaissable, que le droit de la partie gagnante comme l'engagement de la partie perdante dût se restreindre à la prestation d'une somme d'argent qui répondît à la différence entre le prix stipulé et le prix de bourse au jour d'échéance, que le vrai marché différentiel se

(1) Le conseiller Dreyer du Tribunal Empire disait en 1892 (*Sächsisches Archiv für bürgerliches Recht*, t. II, p. 419) : « On doit considérer comme un progrès que la jurisprudence examine avec soin s'il y a entente tacite de faire une pure opération de jeu. Aussi longtemps que le législateur ne viendra point en aide, la jurisprudence doit chercher à distinguer, de la façon la plus exacte, la vérité de l'apparence. »

distinguait d'actes de spéculation sans aucun doute valables et protégés par une action en justice (1) ».

Le *tribunal d'Empire* fit un pas en avant et déclara suffisant pour qu'il y ait *marché différentiel*, qu'un accord tacite résultât des circonstances de fait et comportât l'exclusion de la livraison effective. L'exigence d'une preuve, difficile à faire, donnait assez peu d'importance à ces nouveaux principes (2).

Au lendemain de spéculations effrénées, les joueurs poussèrent des plaintes stridentes ; les modifications apportées par le tribunal d'Empire à la jurisprudence antérieure devinrent le point de départ naturel d'un revirement de jurisprudence (3). La résistance de divers tribunaux et notamment de la *Haute cour locale hanséatique* fut inutile (4).

Après avoir exigé, pour qu'il y ait *marché différentiel* et non *marché à terme licite*, une *entente expresse ou tacite* excluant tout droit et tout devoir à une livraison effective, puis une *intention formulée ou non*, le tribunal d'Empire finit par déclarer suffisante une *entente expresse ou tacite*, provenant notamment de ce que la situation d'une partie *devait être* connue de l'autre (5).

De quelles circonstances pouvait-on induire l'intention de procéder à un *règlement différentiel* ? Difficile question que chaque chambre du tribunal d'Empire résolvait d'une façon différente (6). Le fait de ne point posséder la somme d'ar-

(1) *Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts*, t. XIII, p. 279. Cf. *eisd. loc.*, t. VI, p. 223 ; t. IX, p. 201 ; t. XIV, p. 273 ; t. XVII, p. 41.

(2) Grünwald und Lilienthal, *Zum Terminhandel*, p. 5.

(3) Voir Wiener, *Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung*, Berlin, 1893, p. 27 et Staub, art. dans la *Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, 1892, p. 431. Celui-ci est plus clairvoyant que le président Wiener lorsqu'il dit : « qu'une entente tacite suffise, ce n'est point là une nouveauté provenant de la jurisprudence du Tribunal d'Empire ; le tribunal d'Empire n'a eu que l'occasion d'accentuer ce côté des choses. »

(4) *Monatschrift für Aktienrecht*, 1896, p. 193.

(5) Art. de Klöppel dans le *Wochenschrift für Aktienrecht*, t. I^{er}, p. 157.

(6) Divers articles de M. Klöppel, *eod. loc.* ; *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XLIII, p. 379 ; Material, *Die Rechtssprechung des Reichsgerichts betref. den Einwand der Differenzgeschäfte*.

gent nécessaire à un paiement complet des titres ou marchandises paraissait parfois concluant, parfois insuffisant (1).

On considérait parfois comme décisif que le banquier aurait dû connaître la situation de fortune de son client en prenant les renseignements d'usage ; d'autres tribunaux protestaient contre une interprétation aussi extensive (2). « Dans une des chambres, les demandes basées sur une opération de bourse contre les personnes étrangères à la bourse sont, en principe, rejetées ; tandis que, à côté, le défendeur est condamné », pouvait-on dire en parlant des diverses chambres du tribunal de première instance de Berlin (3).

Comme la grande majorité des joueurs opère à la bourse par l'intermédiaire de commissionnaires, il nous faut saisir aussi l'évolution, très intéressante, de la jurisprudence allemande dans les circonstances spéciales où les marchés différentiels étaient conclus par mandataires. Tout d'abord on considéra comme impossible de confondre un acte de commission avec un marché purement différentiel, même au cas où le commissionnaire se présenterait comme contrepartie effective : celui-ci fait toujours, en principe, une opération sur le marché, afin de se couvrir (4). Après quelques hésitations visant spécialement le cas où le commissionnaire ne pouvait pas avoir fait quelque chose de réel sur le marché, la jurisprudence considéra comme possible de rencontrer de purs marchés différentiels lorsque le commissionnaire se présentait lui-même comme contrepartie, sinon réelle du moins effective, en usant de son droit d'intervention personnelle (5).

Le tribunal d'Empire fit encore un pas, en admettant l'ex-

(1) Staub, *Kommentar* (éd. 1896), p. 933.

(2) Staub, *Kommentar* (éd. 1896), p. 933.

(3) Grünwald und Lilienthal, *Zum Terminhandel*, p. 7.

(4) *Oberlandesgericht Hamburg*, 19 mars 1888, *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XXXVIII, p. 326. — V. chapitre sur les commissionnaires.

(5) *Reichsgericht*, 17 mars 1894.

ception de *pur* marché différentiel pour tout acte de commission : peu importe que l'ordre donné ait été ou non exécuté sur le marché ; l'ordre primitif était vicié ; le fait de se couvrir par quelque opération réelle sur le marché n'avait point pour résultat de rendre valable une opération qui était une opération de jeu, à son su et connu (1).

En réalité, si le tribunal d'Empire eut raison d'étendre la portée de l'exception de jeu, de soutenir que celle-ci est essentiellement *élastique*, il eut tort de s'attacher aux règlements différentiels, car il prit ainsi une forme pour une réalité : un tel remède ne pouvait donc être que très dangereux ; quant à ses effets, ils furent médiocres, nuls ou déplorables. Quelques commerçants firent un certain choix dans leur clientèle ; généralement on continua l'ancienne activité : on pouvait compter sur l'honnêteté des gens ; on pourrait pratiquer une sorte de chantage social pour décider au paiement de différences les personnes qui jouissent de la considération générale... ; si les maisons, désireuses de conserver un bon renom, acceptaient un peu plus difficilement les ordres de nature purement spéculative, les spéculateurs qui s'adressaient autrefois à des gens de confiance, devaient s'adresser à des maisons moins respectables : et ils eurent à supporter non seulement les conséquences de leurs folies, mais les conséquences des malhonnêtetés de leurs mandataires !

Ainsi donc, lorsque se réunit la commission d'enquête, les abus étaient certains ; les commerçants n'avaient point cherché à réagir avec une énergie suffisante ; le gouvernement était intervenu en quelques circonstances particulières d'une façon peu adroite, mais heureuse cependant ; le tribunal d'Empire avait proposé un remède très dangereux et inutile.

(1) *Reichsgericht*, 20 octobre 1894, 20 mars 1895, 29 septembre 1894. Sur toute cette jurisprudence le bon résumé incident de Horovitz, *Börsenschiedsgerichte*, p. 210, note 15 a.

CHAPITRE VI

LE JEU DE BOURSE ET L'AGIOTAGE SELON LES PROPOSITIONS DE RÉFORME ET LA LOI DES BOURSES : LE REGISTRE DE BOURSE.

- I. — Comment écarter les joueurs ? La jurisprudence allemande sur les marchés différentiels était un remède au moins insuffisant. — Remise d'un *original deposit* ; inscription des spéculateurs à terme sur le registre du commerce.
- II. — (*suite*) Inscription des spéculateurs à terme sur un registre spécial : conséquences attendues de cette réforme. Le registre à terme pour les marchés à terme de bourse en marchandises. Le registre de bourse pour tous marchés à terme de bourse. — Le registre de bourse et les dispositions de la loi. — La spéculation en pays étrangers des habitants de l'Allemagne. — Appréciation objective de cette nouvelle institution.
- III. — Qu'est-ce qu'un *marché à terme de bourse* au sens de la loi du 22 juin 1896 ? La définition de l'article 48 est une définition légale. — Histoire de la notion du *marché à terme de bourse* telle qu'elle est conçue dans l'article 48. — Interprétation de l'article 48 : distinction des marchés à terme de bourse, des marchés à livrer à terme fixe (art. 357 C. comm.) et des marchés à livrer sans terme fixe (art. 354-356 C. comm.).
- IV. — Conséquences juridiques de l'institution du registre de bourse, telle qu'elle est réglementée par la loi du 22 juin 1896 : solution radicale en ce qui concerne tout marché conclu par deux personnes non inscrites ou même par une personne inscrite et une personne non inscrite. — Des marchés conclus par deux personnes inscrites ; doctrines opposées : persistance de l'exception différentielle, disparition de tout droit d'interpréter la volonté des parties ; doctrine intermédiaire, seule exacte : disparition de l'exception différentielle, persistance de l'exception de jeu. — De l'article 51, al. 2 : importance de sa nouvelle interprétation. — Les marchés différentiels dans le Code civil allemand et les dispositions de la loi des bourses.

- V. — Résultats pratiques de l'institution du registre de bourse. Les banquiers se feraient-ils inscrire en registre ? Solution négative, ses conséquences. — Les marchés à livrer du droit commercial dans le trafic en valeurs à Berlin : les formulaires composés sur la base de l'article 357 du Code de commerce et sur la base des articles 354-356. — Le trafic à livrer en valeurs dans toute l'Allemagne. — Le trafic à livrer en spiritueux et en huiles à Berlin, etc. ; l'inscription au registre et les caisses de liquidation en marchandises.
- VI. — Autre mesure destinée à mettre un frein au jeu de bourse : disposition pénale visant l'incitation au jeu ; difficultés pour trouver une formule ; le texte de la commission d'enquête, celui du professeur Kohler, celui de la loi. — Conséquences de cette réforme.
- VII. — Les impôts comme remèdes au jeu de bourse ; une entente internationale contre le jeu de bourse. — L'agiotage et la loi des bourses.
- VIII. — Conclusion. — Diminution du jeu sur certaines marchandises ; atteinte du trafic légitime. — Meilleur remède contre le jeu de bourse puisé dans le développement de la moralité des individus, dans le développement de la croyance que le joueur doit perdre et dans une plus étroite liaison du trafic à terme avec le trafic effectif.

I

Le jeu de bourse est un mal qui gagne de plus en plus toutes les classes de la société. La jurisprudence du tribunal d'Empire sur les marchés différentiels n'avait-elle pas été un remède à la fois insuffisant, puisque ses résultats pratiques avaient été minimes, et dangereux puisqu'elle risquait d'atteindre un jour les opérations les plus légitimes et qu'elle jetait le trouble dans le monde des affaires (1) ? Ne pourrait-on pas trouver une solution heureuse à ce difficile problème en soumettant la légalité de telles opérations à

(1) Ceci est un point de vue très général, partagé par plusieurs membres de la commission d'enquête et en partie par la commission (*Berichte und Beschlüsse*, p. 182 et s.).

telles conditions qui auraient pour conséquence d'écarter les spéculateurs incompetents ou tout au moins la majorité d'entre eux ?

Quelles opérations devait-on viser d'une façon spéciale ? Le *marché à terme de bourse*, sans doute, puisqu'il attire plus spécialement les joueurs et que son emploi n'est pas d'une nécessité générale. On allait donc laisser dans le domaine de la libre spéculation les marchés au comptant et les *marchés à livrer du droit commercial* en valeurs et tous les *marchés effectifs* en marchandises !

Quant aux moyens à employer, trois furent présentés devant la commission d'enquête : exiger un *original deposit* des deux parties contractantes, limiter la validité des marchés à terme de bourse aux personnes qui seraient inscrites dans le *registre du commerce*, peut-être qui seraient admises également à fréquenter une bourse, limiter leur validité aux personnes inscrites sur un registre spécial.

Tout le système qui a trouvé son complet développement sur les marchés américains (1) et qui permet de remédier d'une façon heureuse à l'absence de confiance ou plutôt de remplacer la notion dangereuse de crédit par celle d'une garantie réelle, avait apparu en Allemagne avec la fondation de la caisse de liquidation de Hambourg ; pouvait-il être de quelque utilité pour écarter les joueurs ?

Beaucoup d'économistes allemands ont répondu à cette question d'une façon affirmative. Le professeur Max Weber semble y voir comme un second frein au jeu de bourse, frein plus efficace que des règles assez strictes pour l'admission des personnes à la bourse et complétant celles-ci dans une large mesure (2). Le professeur Fuchs croit que « les détenteurs de capitaux insuffisants seront par là même écartés du marché à terme, car de plus importantes sommes devront être tenues facilement liquides pour répondre aux appels de

(1) Schumacher, *Getreidehandel*, *Jahrbücher*, t. XI, p. 172.

(2) *Die Ergebnisse*, t. XI, p. 465.

marge » (1). MM. Grünwald et Lilienthal nous disent qu'avec un tel système le public devra « tout d'abord peser, et, seulement ensuite, se risquer (*erst wägen, dann wagen*) » (2). M. Wiedenfild considère comme « incontestable que ce système écarterait les éléments impropres du marché à terme » (3). Tel était également l'avis de plusieurs *experts* devant la commission d'enquête (4).

Ces prévisions nous paraissent inexactes : avec tout un système de *deposits*, le petit spéculateur, qui veut risquer sa modeste fortune dans l'espérance de gagner une vraie aisance, devient tout aussitôt l'égal ou presque l'égal des grands spéculateurs ; et celui qui avec son seul crédit personnel ne trouverait point de contrepartie apparaît comme quelqu'un d'important dès qu'il dispose d'une petite somme d'argent. Comme le dit très bien M. Henri Schumacher, « où le système des marges n'assure pas une protection financière, la question du crédit des clients apparaît au premier plan et ainsi la plus grande partie des personnes faibles socialement est exclue par avance » (5). Il faudrait pour qu'une telle réforme produisît quelque effet que les *deposits* soient très élevés, ce qui gênerait d'une façon malheureuse le trafic légitime (6).

(1) Der englische Getreidehandel, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, II^e série, t. XX, p. 39.

(2) Zum Terminhandel an der Berliner Produktenbörse, p. 50 ; cf. *National Zeitung* du 18 mars 1892, 3^e édition.

(3) Der deutsche Getreidehandel, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. VIII, p. 370.

(4) Material, *Sten. Ber.*, p. 2569, p. 2571, p. 2717 ; en ce sens, *Gutachten der Handelskammer zu Hamburg über den Bericht der Börsenenquete-Kommission*, p. 10.

(5) Schumacher, Getreidehandel, *eod loco*, p. 177. Nous ne parlons point du système de règlement hebdomadaire qui a fait de si tristes preuves à Magdebourg en octobre 1886 (Bayerdörffer, Zuckerterminhandel, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. IV, p. 600).

(6) Ce qui serait heureux dans un cercle d'idées assez voisin, c'est une disposition proche de celle que prit, le 20 février 1889, le comité directeur de la bourse de Vienne : « Pour le marché à terme en grains à la bourse en produits et farine de Vienne, les dispositions suivantes rentreront en vigueur à partir du 15 mars 1889 : les opérations entre d'autres personnes que les commerçants inscrits au registre et celles qui ne s'oc-

Et quant au système, proposé un jour par M. Van Gülpen, celui d'un deposit variable selon la situation du marché, assez élevé au moment où l'on prévoit une crise de spéculation, minime lorsque le marché est paisible (1), il n'est point pratique : qui pourrait se charger d'apprécier la situation présente et future du marché et l'opportunité d'élever ou d'abaisser l'original deposit ?

Le conseiller Munk, jurisconsulte savant que les exemples de sa vie journalière auraient doublé d'un économiste pratique s'il avait su abandonner le domaine des abstractions théoriques, a proposé de « ne déclarer tous marchés à terme de bourse en marchandises valables et protégés par la loi que dans les seuls cas où ils seraient conclus entre maisons inscrites sur le registre du commerce de leur domicile et en même temps, admises à fréquenter une bourse allemande » (2). Notre auteur ne voulait interdire indirectement les marchés à terme qu'au seul *grand public* ; les commerçants qui fréquentent régulièrement une bourse ont presque seuls besoin journallement du marché à terme de bourse ; toute personne désireuse de faire de telles opérations n'aurait qu'à remplir les deux conditions prescrites, l'une purement formelle, si ses conséquences pouvaient devenir gênantes en

cupent pas professionnellement de l'achat et de la vente de grains ne peuvent pas être l'objet d'une exécution forcée avant le terme de livraison pour cause de non-prestation du dépôt convenu ; toute entente contraire est nulle ». M. Leinkauf en nous rappelant cette disposition affirme qu'elle a produit d'excellents résultats, parce que dans les rapports avec de petites gens une très forte couverture devait être exigée (*Stenographisches Protokoll der Expertise über den Terminhandel in Getreide*, p. 14).

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 2120. V. la pétition au Reichstag que firent signer MM. Leusing et van Gülpen en janvier 1896. « Pour empêcher que l'on ne fasse des marchés à terme avec des moyens insuffisants, vendeurs et acheteurs ont à déposer pour cent du prix lors de l'annonce en registre spécial. »

(2) *Missbräuche an den Børsen*, pp. 13 et 26 ; les mêmes idées ont été exposées oralement par M. Munk devant la commission d'enquête, Material, *Sten. Ber.*, p. 1179. Le registre du commerce est un registre où doivent se faire inscrire la majeure partie des personnes faisant habituellement des actes de commerce (V. premiers articles du Code de commerce).

maintes circonstances, et l'autre presque formelle pour les gens d'une vraie honorabilité. L'exigence principale était l'inscription au registre du commerce ; l'autre n'avait pour but que de compléter la première : elle n'avait et surtout elle n'a plus, aujourd'hui, qu'une importance secondaire dans l'esprit du magistrat berlinois. La disparition de toute exception de jeu était une conséquence importante de cette proposition : remplissait-on les conditions prescrites pour la validité des marchés à terme ? on avait une action en justice ; si on ne les remplissait point, le contrat était nul sans que l'on ait à rechercher l'intention des parties.

La commission d'enquête rejeta cette proposition : beaucoup de petits commerçants : des merciers, etc., n'y sont-ils point inscrits (1) ? L'idée n'en fut pas moins reprise avec habileté par M. Hatschek, l'ancien syndic de la corporation des marchands de Magdebourg (2), et dernièrement par un jeune économiste (3) ; le commerçant, assez léger pour risquer sa fortune dans des opérations de bourse dépassant ses moyens, ne trouve-t-il point, dans sa vie journalière, maintes occasions de se ruiner par des opérations aventureuses ? Pourquoi les chambres de commerce ou corporations, interrogées par le gouvernement sur la valeur d'une telle proposition, s'y sont-elles montrées défavorables ? Craignaient-elles de trop bons résultats ? En tout cas, il n'est pas difficile de comprendre pourquoi les représentants du parti agraire furent toujours hostiles à cette mesure : celle-ci n'avait pas seulement le désavantage d'être une solution insuffisante du problème, elle aurait forcé les grands propriétaires fonciers désireux d'opérer à terme pour spéculer ou s'assurer quelque prix favorable, à devenir *commerçants*, à se soumettre à toutes les obligations des commerçants et à la juridiction consulaire ; ce qui ne devait guère leur sourire.

(1) Cohn, *Beiträge*, p. 75 ; *Berichte und Beschlüsse*, p. 146.

(2) *Denkschrift der Ältesten der Kaufmannschaft zu Magdeburg, betreffend die Ergebnisse der deutschen Börsenenquete*, p. 31.

(3) Bunzel, *der Terminhandel*, *Zeitschrift für Volkswirtschaft*, t. VI, p. 461.

La proposition plus complexe du conseiller Munk fut rejetée tacitement par la commission d'enquête qui préféra se rattacher à une idée, plus voisine en apparence qu'en réalité.

II

L'idée de subordonner la légalité des marchés à terme à l'inscription des deux parties contractantes sur un registre spécial n'est point complètement nouvelle ; si M. Eschenbach en réclame la paternité non sans quelque fierté (1), nous rappellerons que le *Butterworth Bill* date de 1890 (2) et est sans doute antérieur aux études *pratiques* de notre confrère berlinois ; « le berceau de celui qui en eut le premier l'idée est certainement l'Amérique » (3), ...à moins que ce ne soit l'Autriche-Hongrie (4).

C'est là que les représentants du commerce berlinois virent le meilleur terrain de concession aux exigences du parti agraire, tout en espérant trouver un remède souverain à la jurisprudence vacillante du tribunal d'Empire sur les marchés différentiels (5) : le marché à terme en valeurs, auquel on n'appliquerait point cette mesure, resterait au moins intact ; on allait enfin n'entendre plus parler de jeu et de pari ! La déception fut amère lorsqu'on s'aperçut que tous les spéculateurs, même les spéculateurs sur valeurs auraient leur registre comme les prostituées et que l'exception de jeu allait ou, tout au moins, pourrait reparaitre !

Au premier abord, l'idée du registre de bourse sourit quelque peu à tout économiste : n'écarte-t-elle point toute solu-

(1) Art. *Zeitgeschäfte* dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*.

(2) Schumacher, *Getreidebörse*, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. XI, p. 232.

(3) Cohn, *Soziale Praxis*, 1896, p. 901.

(4) *Der deutsche Ökonomist*, 13 janvier 1894.

(5) Frentzel, *Separat Votum*, p. 23 ; Material, *Uebersicht über die abgelehnten*, p. 47.

tion basée sur des distinctions artificielles de profession et ne laisse-t-elle pas subsister, en principe, pour toute personne désireuse d'opérer à terme, la possibilité de tirer personnellement bénéfice de ses connaissances, tout en rendant service à la société ; si on le veut, ne peut-on pas faire disparaître ainsi l'insécurité qui résulte de la jurisprudence sur les marchés différentiels et sur l'exception de jeu ou de pari, jurisprudence extrêmement variable et atteignant parfois les actes les plus légitimes. Malheureusement il est certains éléments avec lesquels il faut compter dans la lutte contre les maux sociaux ; une telle institution était quelque peu viciée dès son origine parce que l'inscription au registre ne pouvait être que facultative et parce que les marchés à terme de bourse pouvaient seuls être visés ; le terrain où on allait chercher à lui faire produire quelque effet était aussi des moins favorables.

Comment le registre de bourse atteindrait-il son but ? En écartant les spéculateurs occultes, tous ceux qui jouent en silence et dans l'obscurité et qui, pour des raisons quelconques, généralement pour des raisons sociales, refusent de dévoiler leur conduite : fonctionnaires, avocats, pasteurs, certains fabricants, certains commerçants n'oseraient point se faire inscrire comme *spéculateurs*, ce qui diminuerait leur considération dans le monde ou leur crédit dans leur cercle social. C'était là la seule conséquence immédiate de la création d'un registre de bourse ; si elle pouvait être importante, elle pouvait être et elle fut minime ; elle était aussi médiocrement heureuse : on comptait donc sur le discrédit attaché dans le public à l'idée de spéculation ; on cherchait à développer un préjugé pour s'en faire une arme (1). On croyait que la sélection se ferait d'elle-même, par la force

(1) Tel est bien notamment le sentiment du conseiller Bøhr (*Grenzbotten*). La réponse du projet de loi à cette objection : « par l'exclusion d'un élément incapable la considération du marché à terme augmentera » (*Drucksachen des Reichstages*, 1895-1896, n° 14, p. 46) est plus fine qu'elle ne serait exacte dans la réalité.

même des choses, sans que l'on eût, ainsi qu'on l'avait proposé (1), à donner à quelque *juge* le droit d'intervenir, d'apprécier la capacité des parties.

Mais il fallait cependant trouver une mesure permettant d'écarter les personnes sans fortune. Le *Butterworth-bill* avait proposé l'établissement d'une taxe annuelle de 1.000 dollars (2), sorte d'amende pour les spéculateurs. Personne ne pouvait songer à imposer un droit aussi élevé : M. Frentzel parla de 100 marks comme droit d'inscription et 20 marks comme taxe annuelle ; le comte Àrnim-Muskau de 1000 et 500 marks (3). La commission d'enquête préféra des sommes intermédiaires : 500 et 100 marks (4).

La commission d'enquête n'accepta l'idée d'un *registre à terme* que pour le trafic en marchandises : elle la rejeta pour le trafic en valeurs (5). Le professeur Fuchs avait fait remarquer, durant l'interrogatoire des *experts*, que « tout particulier qui possède des valeurs est un possesseur de marchandises (6) » ; le président Wiener craignait qu'à l'aide d'opérations au comptant, on n'arrivât au même résultat qu'avec le marché à terme (7). D'ailleurs « les abus dans le domaine du marché à terme en marchandises n'atteignent-ils pas un plus vaste cercle de personnes » ? (8) Une disposition pénale visant l'entraînement « au jeu de bourse ne serait-elle pas un frein suffisant à la spéculation sur valeurs » ?

On s'étonna beaucoup de la distinction faite entre les spéculateurs sur marchandises et les spéculateurs sur valeurs. Le conseiller Bæhr s'écria : « le vrai motif pour lequel la

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 3428.

(2) Rapport de M. de Kanitz sur l'anti-option-bill. Material, *Statistische Anlagen*, p. 334.

(3) Material, *Uebersicht der abgelehnten*, p. 30.

(4) *Berichte und Beschlüsse*, p. 160.

(5) *Berichte und Beschlüsse*, p. 155.

(6) Material, *Sten. Ber.*, p. 3565.

(7) Material, *Uebersicht der abgelehnten*, p. 40.

(8) Material, *Sten. Ber.*, p. 3565 ; cf. *Berichte und Beschlüsse*, p. 155.

majorité de la commission a rejeté le registre pour la bourse en valeurs est sans doute qu'elle ne le voulait pas. Après avoir fait cette notable concession pour la bourse en marchandises, elle croyait pouvoir sauver le jeu de bourse pour la bourse en valeurs (1). » Le professeur Baron voyait là une *contradiction* : « le marché à terme en valeurs paraît renforcé, le marché à terme en marchandises endigué. » Cette situation tenait, disait-il, à des questions personnelles aux membres de la commission ; d'ailleurs, n'était-ce pas là un moyen de calmer les agrariens (2) ?

En réalité, si malgré son étrangeté apparente, une telle distinction pouvait très bien trouver des défenseurs, elle dut son succès autant aux circonstances particulières dans lesquelles furent élaborées les décisions de la commission et à la composition de celle-ci qu'à des motifs plus profonds.

Le projet de loi (3) reprenait l'idée du registre qu'elle appelait *registre de bourse* (Börsenregister) et défendait contre diverses attaques ; il en étendait l'application aux marchés à terme de bourse en valeurs. Selon lui, une distinction entre marchés à terme en valeurs et marchés à terme en marchandises n'était pas *opportune* ; il fallait empêcher les joueurs de se précipiter sur le trafic en valeurs ; un simple capitaliste n'a guère besoin du marché à terme ; la crainte de voir spéculer sous la forme de marchés au comptant n'empêche point le législateur de mettre un frein à la spéculation à terme ; le registre comporterait donc deux sections, section marchandises, section valeurs. Le projet de loi abaissait la taxe d'inscription à 125 et la taxe annuelle à 25 marks *afin d'épargner toute atteinte au commerce légitime* (4). Il disait aussi que « la demande d'inscription au registre des marchandises pouvait être restreinte à des catégories de marchandises détermi-

(1) Grenzboten.

(2) Die Börsenenquete, *Archiv für bürgerliches Recht*, t. IX, p. 222.

(3) *Drucksachen des Reichstages*, 1895-1896, n° 14, p. 45.

(4) *Eod. loc.*, p. 50.

nées » (1) : on désirait, sans doute, supprimer en quelque mesure la tentation, si grande en cas de succès et plus encore en cas d'insuccès, d'opérer sur des marchandises peu différentes de celles que l'on connaît et a étudiées.

Ces dispositions furent acceptées par la commission parlementaire, puis votées sans grandes discussions ; elles sont devenues les articles 54 à 65 de la loi des bourses (2).

(1) M. Max Eulenburg (lettre à la commission d'enquête, *Dringender Ergänzung-Antrag zur Frage der Einführung von Registern*, als Man. ged.) a insisté sur ce point.

(2) Art. 54 de la loi des bourses. — « On tiendra, près de chaque tribunal, compétent pour la tenue du registre du commerce, un registre de bourse pour les marchandises et pour les valeurs. Le gouvernement local peut charger un même tribunal de la tenue du registre pour les ressorts de plusieurs tribunaux. »

Art. 55. — « On inscrira sur le registre de bourse les noms, prénoms, professions et domiciles des personnes qui veulent participer aux opérations à terme de bourse sur marchandises ou sur valeurs. Lorsqu'il s'agira d'une société commerciale ou d'une personne juridique, on inscrira sa raison sociale ou son nom, ainsi que le nom de l'endroit où est le siège de l'établissement.

L'inscription aura lieu sur le registre du ressort où l'intéressé a son établissement professionnel, ou, à défaut, son domicile. Dans le cas de déplacement d'établissement ou de domicile, l'inscription sera rayée du registre du ressort abandonné et reportée sans frais sur le registre du nouveau ressort ».

Art. 56. — « Le registre de bourse est public. Chacun est admis à l'examiner aux heures habituelles de service. Moyennant le paiement des frais, on pourra même s'en faire délivrer un extrait, qui, sur demande, pourra être légalisé. »

Art. 57. — « Avant l'inscription sur un registre de bourse, on devra payer un droit d'entrée de 150 marks.

Pour chaque année suivante et aussi longtemps que l'inscription sera maintenue, il sera payé un droit de maintenue de 25 marks.

Les taxes perçues profitent au trésor de l'État local, à moins qu'il ne déclare leur donner une autre destination. »

Art. 58. — « La demande d'inscription sera formée par l'intéressé, ou, s'il ne peut pas s'obliger par contrat, par son représentant légal.

Les enfants sous puissance paternelle et les femmes mariées non commerçantes auront besoin de l'autorisation de leur père ou de leur mari.

Le représentant légal d'une personne en tutelle ou en curatelle aura besoin de l'autorisation du conseil de tutelle ».

Art. 59. — « La demande sera adressée au tribunal, auprès duquel est tenu le registre de bourse, de vive voix avec inscription au procès-verbal,

« Pour que les *opérations à terme de bourse* ne fussent point perdues pour le pays et que le but visé par l'institution du registre fût atteint », la commission d'enquête proposa d'imposer l'inscription au registre de tout spéculateur qui n'aurait dans l'Empire ni établissement, ni domicile et qui conclurait ou devrait exécuter à l'étranger un marché

ou par écrit.

Les demandes écrites seront établies ou certifiées par acte judiciaire ou notarié.

Les dispositions précédentes s'appliquent également à une autorisation qui deviendrait nécessaire.

Demandes et déclarations émanant d'autorités publiques, régulièrement signées et scellées, n'auront besoin d'aucune légalisation. »

Art. 60. — « La demande d'inscription contiendra la déclaration que l'intéressé désire faire des opérations à terme de bourse sur marchandises ou sur titres. »

Art. 61. — « La demande d'inscription sur le registre des marchandises peut être limitée à certaines branches de commerce déterminées. Sur la demande qui en sera faite, l'inscription pourra sans frais être valablement étendue à d'autres commerces ou restreinte dans son étendue ; les articles 58 et 59 sont applicables à ce genre de demandes. »

Art. 62. — « L'inscription prise doit, sans aucun délai, être portée par le tribunal à la connaissance du public, au moyen d'une insertion intégrale, aux frais de l'inscrit, dans le *Reichsanzeiger*, ainsi que dans les journaux publics qui sont désignés, conformément à l'article 14 du Code de commerce, pour la publication des inscriptions effectuées sur le registre du commerce. »

Art. 63. — « La radiation de l'inscription a lieu, sans frais, sur la demande de l'intéressé ou de son représentant légal, à la fin de l'année dans laquelle la demande d'annulation a été introduite. La demande du père ou du mari suffit pour les enfants sous puissance paternelle et pour les femmes mariées non commerçantes.

La demande de radiation sera formulée soit de vive voix et par procès-verbal, soit par la remise d'un acte judiciaire ou notarié au tribunal. Les dispositions de l'article 59, alinéa 4, sont applicables à ce cas. »

Art. 64. — « Toute inscription qui n'a pas été faite conformément aux dispositions de l'article 58 sera rayée d'office si elle n'est pas régularisée.

A la fin de l'année, les inscriptions sont rayées d'office si le droit de maintenue pour l'année suivante n'a pas été payé avant la fin de l'avant-dernier mois de l'année courante. »

Art. 65. — « Chaque tribunal établira au commencement de l'année la liste des personnes dont les inscriptions sont encore valables au 1^{er} janvier.

Le tribunal du ressort de la ville de Berlin, auquel les autres tribunaux enverront leurs listes le 31 janvier de chaque année au plus tard, établira,

à terme de bourse (1). Cette idée fut acceptée par le projet de loi qui y apporta cependant une atténuation « dans l'intérêt de l'importation et de l'exportation », et l'écarta toutes les fois que la personne qui opérerait à l'étranger, ne serait point inscrite au registre, mais agirait dans son cercle professionnel d'action (2). La commission parlementaire fit disparaître cette dernière disposition dont le libéralisme ne pouvait lui plaire ; elle rejeta une proposition tendant à la radiation de tout l'article : si aucun traité ne force les juges allemands à homologuer purement et simplement les jugements français, anglais et autrichiens, il n'en fallait pas moins conserver le principe (3).

« Les dispositions de l'article 66 (absence de validité, nullité des gages reçus) trouvent leur application lorsque l'opération est conclue à l'étranger et doit y être exécutée.

En ce qui concerne les personnes qui n'ont à l'intérieur du pays ni domicile, ni établissement où elles exercent leur profession, l'inscription au registre n'est pas obligatoire pour la validité de l'opération » (art. 68 de la loi).

Triste mesure qui doit faire douter toutes les nations de l'honnêteté de l'Allemagne et qui n'atteindra que le trafic légitime, en mettant les commerçants des Etats étrangers dans l'obligation d'exiger une forte couverture de toutes les personnes, dont l'honorabilité est si bien connue dans leur pays qu'elles ne veulent se faire inscrire au registre. La disposition proposée par le projet de loi pour atténuer la rigueur de ce principe aurait été votée par tout législateur sensé (4).

dès qu'elles lui parviendront, une liste générale qu'il portera à la connaissance du public par la voie du *Reichsanzeiger*. » (L'arrêté du chancelier de l'Empire, concernant la tenue du registre de bourse et l'établissement d'une liste générale », du 9 octobre 1896, ne contient aucune disposition qui puisse ici nous intéresser.)

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 163.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, 1895-96, n° 14, p. 52.

(3) *Eod. loc.*, n° 246, p. 48. Sur l'exactitude de ces opinions, voir Kahn, *Börsengesetz*, p. 210.

(4) Voir sur l'article 66, n° IV.

M. de Berlepsch, ministre du commerce, disait, devant le Reichstag : « Aucun meilleur moyen que le registre de bourse n'a encore été proposé jusqu'à ce jour, aussi doit-on, selon l'avis du conseil fédéral, en essayer l'effet » (1). Cette institution n'était donc point acceptée avec grand enthousiasme par le gouvernement.

Le professeur Gustave Cohn prévoyait l'avenir avec une remarquable lucidité lorsqu'il croyait, tout en prenant une position *neutre*, que « le registre à terme pour marchandises est une expérience, proposée avec une excellente intention, mais de résultat douteux. Je crois, ajoutait-il, beaucoup plutôt à une absence de résultats qu'à un dommage *au trafic légitime* (2) ». L'excellent pamphlétaire de l'*association berlinoise des commerçants en grains* (M. Kantorowicz) disait d'une façon encore plus nette : « que l'on nous demande si toutes les personnes faisant actuellement des marchés à terme accepteront ces mesures vexatoires, et nous devons répondre *non* de la façon la plus formelle (3) ».

N'écrasons point dès maintenant les rares partisans convaincus du registre de bourse d'arguments puisés dans l'histoire de cette institution ; contentons-nous d'exposer les doutes et les arguments adverses tels qu'ils furent formulés devant la commission d'enquête elle-même.

Le président Wiener, moins persuadé que le professeur Lexis de la possibilité de donner une définition utile des marchés à terme de bourse, considérait comme peu nette la démarcation entre *marché à terme de bourse* et *marché à terme fixe du droit commercial* (4) ; il déclarait aussi être convaincu que les abus qui se présentaient sous la forme de marchés à terme de bourse pourraient reparaitre sous la forme de marchés à livrer. Le registre n'établirait-il pas une

(1) Séance du 9 janvier 1896 (*Sten. Ber. der Sitzungen des Reichstages*).

(2) *Beiträge*, p. 77.

(3) *Veröffentlichung der Freien Vereinigung der Berliner Produkten Børse, betr. die von der Børsenenquête-Kommission vorgeschlagene Einführung eines Registers*, 1894, als *Man. ged.*, p. 4.

(4) *Material*, *Sten. Ber.*, p. 3560.

sélection malheureuse, laissant à l'écart des personnes qui pourraient être utiles ? Les reports, qui ne sont nullement des actes de spéculation, seraient donc interdits à toute personne qui ne voudrait pas être désignée comme spéculateur de profession.

L'échec presque complet du registre de bourse allait justement tenir à ce double motif : « la suppression de l'exception de jeu et de pari parut au commerce achetée trop cher » (1) ; les dispositions légales étaient trop faciles à éluder.

III

Qu'est-ce qu'un *marché à terme de bourse* au sens de la loi allemande du 22 juin 1896 ? L'article 48 répond à cette question : « Les marchés à terme de bourse sont des marchés à livrer, dans lesquels l'époque de la livraison est un terme fixe, lorsqu'ils sont conclus d'après les conditions déterminées par le comité directeur de la bourse pour marchés à terme de bourse et lorsque pour ceux-ci a lieu une fixation officielle des cours. » Cette notion du marché à terme de bourse est bien conforme à celle des législateurs des lois d'impôt sur la bourse (2) et à celle de la commission d'enquête (3) : nous devons donc bien y voir une vraie définition ; son existence dans le texte de la loi, la place qu'elle y occupe nous prouvent qu'il s'agit bien ici d'une définition légale.

(1) *Versammlung zur Abwehr der bei der ersten Lesung des Entwurfes eines Börsengesetzes im Reichstage gegen den Handelsstand gerichteten Angriffe*, p. 10.

(2) « Au sens de cette loi on considère comme conclue à terme ou prolongée toute opération qui a pour but un achat ou une vente de valeurs ou marchandises, ayant un prix de bourse ou de marché et pour laquelle il est entendu que la livraison devra avoir lieu à telle date fixée avec précision ou dans un délai fixé, pour un prix déterminé lors de la conclusion du contrat » (*Drucksachen des Reichstages*, 1881, n° 162, p. 11) (cf. *eod. loc.*, 1885, n° 286, p. 22 et surtout le texte de la loi impériale d'impôt sur le timbre, tarif n° 4 B).

(3) Le projet de loi a emprunté à la commission d'enquête sa définition (cf. *Berichte und Beschlüsse*, p. 158).

M. Henri Schumacher proposa, le premier peut-être, une interprétation de ce texte (1) : le législateur, disait-il en substance, a donné dans l'article 48 une définition des marchés à terme de bourse ; on doit considérer comme tels « les marchés à livrer dans lesquels l'époque de la livraison est un terme fixe, » lorsque, *tout d'abord*, « ils sont conclus d'après les conditions déterminées par le comité directeur de la bourse pour marchés à terme de bourse » et lorsque pour ceux-ci, *secondement*, « a lieu une fixation officielle des cours à terme ». Donc, une des deux dernières conditions fait-elle défaut, on n'a plus de *marché à terme de bourse* au sens de la loi : un trafic à terme sous la forme primitive sans cote officielle, ou sans conditions fixées officiellement avec une cote officielle est donc autorisé par la loi. L'article de M. Schumacher fut traité de *tendantieux*, parce que, ne pouvant retenir toute son ironie, le jeune économiste s'était plu à montrer le marché à terme survivant presque intact aux maladresses du parti agraire.

Cette interprétation est certainement exacte en ce qui concerne, d'une façon générale, le trafic à terme de bourse, indépendamment de toutes dispositions particulières aux marchés à terme de bourse en valeurs ou en marchandises *interdites* (dont le trafic à terme de bourse est interdit).

Dès lors, un trafic à *livrer du droit commercial* peut avoir lieu selon les conditions pour *marchés à terme fixe* (art. 357 du Code de commerce) (2) *avec cote officielle, mais sans conditions fixées par le comité directeur d'une bourse*. Une rupture assez franche avec les conditions de la place est nécessaire ; une simple modification de détail n'est pas suffisante (3).

Il est, de même, possible d'établir un trafic à *livrer du*

(1) Das Verbot des Getreideterminingeschäfts, *Preussische Jahrbücher*, septembre 1896.

(2) Texte de l'article, p. 236.

(3) Cf. *Berichte und Beschlüsse*, p. 158 ; admettre le contraire serait d'une subtilité excessive.

droit commercial sur la base de conditions officielles, mais sans cote officielle.

Toute personne très prudente préférera, sans doute, contracter sur la base des dispositions relatives aux *marchés sans terme fixe* (art. 354-356 du Code de commerce) (1) sans changer pour autant la date de livraison, car on peut choisir comme époque de livraison le dernier jour du mois ou un mois calendaire sans se soumettre nécessairement aux présomptions posées dans l'article 357 : on serait, alors, en tous cas, à l'abri de quelque jurisprudence prétorienne ; une exception différentielle serait, peut-être, plus difficilement accueillie.

Mais les marchés à terme fixe tels qu'ils sont réglés par le Code de commerce répondent mieux au *droit de la bourse*, aux exigences du trafic de bourse et aux conditions d'affaires qui se sont développées à ce propos : aucun délai de grâce ; en principe, un règlement différentiel en cas de retard ; tandis que les articles 354 à 356 du Code de commerce soutiennent des principes opposés, gênants alors surtout que la partie intéressée est un commissionnaire qui est tenu à une exécution ponctuelle vis-à-vis de la contrepartie réelle de son client et qui supporte personnellement tous les ennuis et les dangers d'un délai de grâce ou d'une exécution tardive.

L'article 48 contient une définition générale, aussi toutes les fois que sur les places étrangères il n'y aura pas de *terme fixe*, ou de *cote officielle* ou d'*usances officielles*, les dispositions de la loi du 22 juin 1896, relatives aux *marchés à terme de bourse*, ne sauraient trouver leur application.

IV

Les conséquences juridiques de l'institution du registre de bourse semblent très simples au premier abord.

(1) Texte de l'article, p. 236.

Les deux personnes, qui ont fait ensemble *un marché à terme de bourse*, ou l'une d'entre elles, n'est-elle point inscrite au registre ? La loi refuse toute action en justice, alors même que l'on prouverait que le marché devait, dans l'intention commune des parties, se terminer par une livraison effective et un paiement direct. L'article 66 de la loi des bourses exclut nettement toute question de jeu ou de pari : la dette n'est point *valable* par cela seul que l'une des deux parties n'était point inscrite au registre (1). La solution est bien ici *radicale* (2).

« N'est pas reconnu comme constituant une dette valable tout marché à terme concernant une branche d'affaires pour laquelle les deux parties n'étaient pas inscrites sur le registre de bourse au moment de la conclusion du marché.

Il en est de même des ordres donnés ou acceptés ainsi que des associations formées en vue de la conclusion de marchés à terme. »

Le législateur, au lieu de consacrer ici les conséquences attachées au *jeu* par le *droit commun*, c'est-à-dire, au lieu de « refuser aux parties toute action en justice », refuse toute *validité* ; « la même disposition est applicable aux garanties et aux reconnaissances de dettes » (art. 66, § 3) ; les commissionnaires ne sont donc point à l'abri dès qu'ils reçoivent un *dépôt* (gage) les couvrant contre toute fluctuation éventuelle des cours ; le tuteur d'héritiers mineurs d'un spéculateur à terme qui n'était pas inscrit au registre *doit* refuser le paiement de toute différence et réclamer les dépôts remis (3).

Le dernier paragraphe de l'article 66 ajoute pour assurer

(1) Remarquons que, lorsqu'une des deux parties contractantes est inscrite, la personne inscrite peut invoquer l'absence de validité du contrat aussi bien que celle qui n'est point inscrite.

(2) Staub, Das Differenzgeschäft vor und nach dem Börsengesetz, *Deutsche Juristen Zeitung*, 15 octobre 1896.

(3) Une reconnaissance de dettes, même judiciaire, ne pourrait donner lieu à une action en justice ; « est nulle aussi toute lettre de change qui aurait été acceptée à la suite d'une telle dette... » (Freund, Der Börsenterminhandel in Effekten nach den Bestimmungen des Börsengesetzes, *Monats für Handelsr. und Bankw.*, 12 juin 1897).

cependant une certaine sécurité dans les relations illégales, parce qu'il résulte un *lien moral* de *marchés à terme de bourse* conclus dans des conditions anormales et parce que telle est la conséquence que *la science générale du droit* attache à *l'absence de validité* (1) : « Il ne peut y avoir lieu à répétition pour ce qui aurait été payé lors de l'arrivée à bonne fin de l'opération pour son exécution » (2).

Les deux personnes qui ont fait ensemble un marché à terme étaient-elles inscrites sur le registre de bourse, n'avaient-elles point besoin de s'y faire inscrire ou étaient-elles considérées comme inscrites ?

L'article 69 nous dit : « Lorsqu'une réclamation soulevée au sujet d'opérations à terme, d'ordres donnés ou reçus ou au sujet d'une association ayant pour but de conclure des marchés à terme, la personne qui, au moment de la conclusion de l'affaire, était inscrite sur le registre de bourse pour la branche d'affaires visée par le contrat, ainsi que la personne dont l'inscription n'était point nécessaire pour la validité de la convention en vertu des dispositions suivantes (art. 68, al. 2) ne pourront pas invoquer l'*exception* basée sur ce que l'exécution par livraison effective de titres ou marchandises était exclue contractuellement. »

Les personnes, inscrites au registre, ne peuvent invoquer « l'*exception* basée sur ce que l'exécution par livraison effective de titres ou marchandises était exclue *contractuellement* » ; la loi laisse-t-elle subsister l'exception différentielle basée sur les circonstances de *fait* ? Les comptes rendus des débats de la commission parlementaire laissent une large place au doute : « que l'exception de jeu ne soit pas atteinte par la disposition de l'article 66, autant qu'elle n'est pas

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 162.

(2) En ce qui concerne un solde reconnu de compte courant, il n'y a pas reconnaissance de dette pure et simple, mais une sorte d'*exécution* au sens de l'art. 66, al. dern. (cf. *Entscheidungen des Reichsgerichts in Civilsachen*, t. XXXV, p. 288 et Freund, *Der Börsenterminhandel*, *Monatschrift für Handelsr.*, 12 juin 1897).

basée seulement sur l'exclusion *contractuelle* de l'exclusion effective, cela résulte du texte de la loi (1). »

Il suffit, cependant, d'une seconde de réflexion pour s'apercevoir avec M. Staub (2) que cette phrase ne peut contenir une expression de l'intention du législateur : si on l'acceptait comme telle, toute l'ancienne jurisprudence du tribunal d'Empire sur les marchés différentiels *devrait* reparaitre ; or, il est certain que le législateur a voulu accorder quelque avantage particulier aux personnes inscrites au registre.

Faut-il alors se rallier à la doctrine, encore ici *radicale*, de ce dernier jurisconsulte. Faut-il admettre avec lui que « de par la loi, l'opération est considérée comme conclue telle que les parties l'ont conclue selon le sens textuel de leurs mots (opération d'achat ou opération de commission) (3) » ? Non, car celle-ci est certainement trop absolue. Quelques membres de la commission parlementaire renvoyaient aux décisions motivées de la commission d'enquête ceux qui déclaraient que « la remarque, faite à la fin des motifs de l'article 66 (4), rendait douteux dans quelle mesure disparaissait l'exception de jeu et de pari » : « l'exception différentielle disparaît autant qu'elle a pour seule base que, selon l'intention des parties, la livraison effective est exclue » ; « au contraire l'exception persiste s'il se présente encore d'autres circonstances où l'opération est un contrat de jeu, d'après le droit civil (5). »

Ceux qui « désiraient que la disparition totale de l'exception différentielle fût exprimée (6) » ne paraissent pas avoir trouvé d'écho ; d'ailleurs, par *exception différentielle* devrait-on entendre *exception de jeu* ? Les quelques mots prononcés devant le Reichstag par M. de Berlepsch ne sont point concluants : « Avec la création du registre de bourse, il

(1) *Drucksachen des Reichstages*, n° 14, p. 53.

(2) *Deutsche Juristen Zeitung*, 15 octobre 1896.

(3) *Eod. loc.*

(4) Indiquée comme base de la doctrine selon laquelle l'exception différentielle persisterait.

(5) *Drucksachen des Reichstages*, n° 246, p. 48.

(6) *Eod. loc.*

devient possible de supprimer l'exception de jeu et de pari (1) » ; l'ancien ministre du commerce n'a aperçu que dans ses lignes très générales la question de la réforme des bourses et ne peut être considéré comme l'interprète de la volonté du législateur.

La doctrine exacte doit donc être recherchée dans quelque doctrine intermédiaire. Un arrêt de la Cour d'Empire nous donne dans des conditions exceptionnelles une interprétation très intéressante (29 février 1896) (2) : « le projet de loi qui est en ce moment devant le Reichstag, deviendrait-il loi et les deux parties se seraient-elles fait inscrire au dit registre, un contractant ne pourrait pas poursuivre l'autre en pareilles circonstances pour le forcer à l'exécution du contrat de vente que s'il se tenait dans le cercle des conditions dans lesquelles on peut lors d'une opération de bourse être poursuivi en justice. Car, sinon, les contractants n'auraient point conclu un contrat de vente. »

M. Freund se rattache à cette doctrine : « Le paragraphe 69 ne contient aucune disposition sur le caractère juridique de l'opération elle-même qui se juge beaucoup plus sur la base du contrat des parties, d'après les principes juridiques du droit civil » (3).

Cette interprétation de l'article 69 qui trouve sa confirmation dans les débats préparatoires est, en principe, exacte ;

(1) *Stenographische Berichte der Sitzungen des Reichstages*, 9 janvier 1896.

(2) Soit dans le *Monatschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, 1896, p. 196, soit dans la *Juristische Wochenschrift*, 1896, p. 233.

(3) *Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen*, 12 juin 1897 ; F. Bondi (Ueber Börsentermingeschäfte im Sinne des Börsengesetzes., *Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen*, 8 mai 1897) arrive à un but voisin par une voie où nous avons peine à le suivre : « Sont admises notamment les exceptions de dol et de violence. De la même façon doit être admise aussi, en général, l'exception de simulation. » Pas d'action « lorsque l'on croit qu'il n'a été voulu ou conclu sérieusement entre les parties une opération de n'importe quelle sorte. » En notre sens, le secrétaire Jürgens (*Jahresbericht der Handelskammer zu Hamburg über das Jahr*, 1896, p. 16).

il nous faut seulement la préciser en la rattachant à notre exposé juridique sur le jeu de bourse.

Le législateur allemand écarte pour tous marchés à terme de bourse cette création factice de la jurisprudence que l'on appelle l'*exception différentielle* ; la volonté expresse ou tacite de tout régler par le paiement d'une différence ne peut plus être invoquée pour refuser le paiement d'une chose due, lorsque les deux parties contractantes sont inscrites au registre de bourse ; il faudrait pour qu'une exception de jeu fût accueillie que l'on pût induire des circonstances de fait à l'existence de l'intention d'un contractant, connue de l'autre, de faire fortune en prenant part sans connaissances spéciales à un acte, assez nettement aléatoire, et ne poursuivant pas un but légitime au point de vue économique (1). Toutes les circonstances de fait pourront influencer sur la décision du juge, jusqu'à *cette circonstance* que la partie, poursuivie en paiement d'une différence, était inscrite au registre de bourse et devait être considérée par l'autre comme un spéculateur, non comme un joueur.

Toutes ces dispositions visent les *marchés à terme de bourse*, dont l'article 48 de la loi des bourses nous donne une définition légale ; elles ne s'appliquent donc point toutes les fois que l'on opère à *livrer* ou à *terme* dans des conditions différentes et notamment lorsqu'on fait des *marchés à livrer du droit commercial* : deux personnes qui font ensemble de telles opérations, sans être inscrites au registre, ne peuvent pas invoquer les dispositions de l'article 66 pour refuser un paiement ; deux personnes qui font ensemble de telles opérations *après* s'être inscrites au registre ne peuvent pas réclamer la protection *affirmée par l'article 69 pour les seuls marchés à terme de bourse* (2).

La question de la validité des marchés à livrer sera, sans

(1) Chapitre IV, n° II.

(2) Et cependant le *fait* d'être inscrit au registre aura une influence sur l'esprit des juges ; au point, peut-être, de rendre inutile la conséquence que nous tirons du texte même de la loi.

doute, résolue par la jurisprudence selon les principes qu'elle posa pour les marchés à terme de bourse : aucune action en justice si l'opération est un acte de jeu ou un marché différentiel (1).

Ces marchés à livrer peuvent-ils profiter des *institutions de la bourse* (bureau de liquidation, courtiers des cours) ? Une solution négative domina jusqu'à la fin de 1896 ; l'article 51, alinéa 2, ne dit-il point : « De même est exclu de la bourse tout marché à terme indépendant de l'intervention des organes de la bourse, toutes les fois qu'il se présentera sous les formes ordinaires pour marchés à terme de bourse. » Durant les veillées de Noël 1896, le directeur d'une des principales banques allemandes, reconnu en lisant l'exposé du projet de loi que cette disposition ne visait que les valeurs dont la loi ou le Conseil fédéral interdit le trafic à terme et non les valeurs dont le trafic à terme est autorisé. Cette observation, qui devait jouer un rôle capital dans l'histoire du registre de bourse, est exacte (2) : les marchés à livrer peuvent

(1) A partir de 1900 s'appliquera l'article 764 du Code civil, dont nous allons parler.

(2) « L'article 47 du projet du gouvernement, qui correspond à l'article 51 actuel, était ainsi formulé : « Le marché à terme de bourse en quelques marchandises ou valeurs est-il interdit d'après des règlements du conseil fédéral, un marché à terme indépendant de l'intervention des organes de la bourse est exclu de la bourse, si toutefois il se présente sous les formes ordinaires pour marchés à terme de bourse ». Cet article 47, dont il est question également dans les motifs page 48, avait ainsi pour but de rendre impossible de tourner l'interdiction du marché à terme de bourse en certaines valeurs, en disposant que tout marché à terme en valeurs interdites, indépendant de l'intervention de l'organe des bourses et notamment des courtiers des cours, devrait être exclu de la bourse, s'il se présentait sous les formes ordinaires des marchés à terme de bourse. La commission du Reichstag n'a nullement changé, en fait, l'article 47 ; beaucoup mieux, elle l'a formulé autrement et devait le formuler d'une autre façon afin de le rédiger, parce qu'une interdiction du marché à terme de bourse ne pouvait pas provenir seulement du Conseil fédéral, mais aussi des organes des bourses et parce que, entre temps, le Reichstag interdit le marché à terme de bourses en certaines valeurs... En raison de ce changement naturel, mais ne modifiant nullement le sens du paragraphe, on a changé la rédaction dans le texte de la commission... et afin de ne point

donc être l'objet de l'entremise des courtiers des cours, être cotés officiellement, être liquidés par les bureaux de liquidation, etc.

Depuis le vote de la loi des bourses, on a ajouté au projet de Code civil pour l'Empire allemand, une disposition qui est devenue l'article 764 du Code civil : « A-t-on fait un marché à livrer sur marchandises ou valeurs avec l'intention que la différence entre le prix entendu et le prix de bourse ou de marché au temps de la livraison fût payée par la partie perdante à la partie gagnante, on doit considérer le contrat comme un jeu. Cette disposition trouvera son application lorsque l'intention seule d'une des parties était d'obtenir le paiement de la différence et que cette intention était connue de l'autre partie ou devait être connue d'elle. » Ceci n'est qu'un résumé de la jurisprudence du tribunal d'Empire et une confirmation légale de sa législation prétorienne (1).

On se demanda, sitôt cette disposition votée, si l'article 764 du Code civil n'allait pas abroger l'article 69 de la loi des bourses : les avis furent partagés (2) ; heureusement, la discussion fut bientôt close ; la loi introductive du Code de commerce déclare, en son article 14, que l'article 69, alinéa 2, n'est pas atteint par l'article 764 du Code civil ; la loi des bourses s'appliquera toutes les fois qu'il s'agira de *marchés à terme de bourse*, le Code civil toutes les fois qu'il s'agira d'autres opérations et notamment de *marchés à livrer du droit commercial*.

former de trop longues phrases, on a fait de deux phrases une seule... (voir le texte de l'article). » (Lettre du Börsen-Handels-Verein et de la Bank für Handel und Industrie au ministre du commerce, en date du 2 janvier 1897.)

(1) Cf. O. Bähr (le conseiller au Tribunal d'Empire dont nous connaissons les idées sur le jeu de bourse et le moyen d'y remédier) *Gegenentwurf zu dem Entwurf eines bürgerlichen Gesetzbuches für das deutsche Reich*, Kassel, 1892, p. 145 (l'art. 705).

(2) V. surtout les opinions opposées de Staub, *Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen*, 1897, p. 72 et d'Oertmann, *Deutsche Juristen Zeitung*, 1897, p. 429 ; cf. Hülsner, *Die Börsengeschäfte*, p. 78 et s. ; Oppenheimer, *Monatschrift für Handelsrecht*, 13 mars 1897.

V

Les personnes qui fréquentaient les bourses en valeurs et marchandises se feraient-elles inscrire au registre et exigeraient-elles de leurs clients qu'ils s'y fissent inscrire ? Telles sont les questions que l'on se posa sur toutes les grandes places allemandes, durant l'automne et le commencement de l'hiver de 1896.

A Berlin, la *haute banque*, désireuse de montrer son bon vouloir et, d'ailleurs, moins atteinte par les nouvelles dispositions de loi, décida de se faire inscrire ; plus tard elle décida également de ne plus opérer à partir de mars 1897 avec toute personne qui ne serait point inscrite ; deux banques importantes (1) se refusèrent seules à suivre nécessairement une telle conduite.

Le 12 novembre, l'association des « personnes appartenant (Interessenten) à la bourse en valeurs de Berlin », association des banques de moyenne et médiocre importance, se réunissait pour écouter un exposé fait par M. Riesser, directeur de la *banque pour le commerce et l'industrie*, d'une façon *purement objective* et sans chercher à produire quelque agitation, sur ce qui militait en faveur de l'inscription au registre et contre elle (2). Il était possible d'hésiter puisque la loi n'imposait point l'inscription ; elle n'y attachait que des conséquences juridiques dont il fallait apercevoir la vraie valeur. Après avoir analysé la jurisprudence du tribunal d'Empire sur les marchés différentiels, M. Riesser montrait le nouvel état de chose, qui ne vise nullement les *marchés à livrer du droit commercial* et d'ailleurs tout marché qui n'est

(1) La *banque pour le commerce et l'industrie* et la *banque allemande d'association*.

(2) J. Riesser, *Die Gründe für und gegen die Eintragung* (als manuscript gedruckt) ; Compte rendu dans le *Berliner Börsen Courier*, 1896, n° 535 et dans le *Monatschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, 1896, p. 392.

point un *marché à terme de bourse* au sens de l'article 48 de la loi ; deux articles de celle-ci, les articles 52 et 51 alinéa 2, pouvaient seuls rendre impossible un jour ou tout au moins difficile l'établissement en système d'un important trafic à livrer.

Contre l'inscription au registre parlait le vieux principe de la bonne foi et de l'honneur commercial. Entre banquiers, une action en justice n'est point nécessaire pour assurer l'exécution des marchés. Quant à l'inscription des *particuliers* au registre de bourse, elle n'aurait de sens juridique que si les commerçants s'inscrivaient eux-mêmes. Pourquoi forcer les spéculateurs à se désigner à la vindicte publique ? Tous les dangers que l'on encourrait ne pourraient-ils point diminuer sensiblement avec l'honnêteté courante et grâce à quelques mesures de prudence. Mais était-il très heureux d'écarter un système, qui mettrait une certaine sécurité dans les relations d'affaires, bien que l'on ignorât si la loi a fait disparaître en même temps que l'exception différentielle l'exception de jeu ?

Les banquiers berlinois votèrent par acclamation l'ordre du jour suivant : « l'assemblée ne peut reconnaître la nécessité de se faire inscrire au registre ; elle croit beaucoup plutôt à la possibilité de continuer comme auparavant les opérations à terme sur la base de la bonne foi et de la confiance. » Après avoir exprimé l'espérance de voir suivre cet exemple par l'autre association de banquiers (*Stempelverein*), « elle nomma une commission de six membres qui fut chargée de s'entendre avec le *Stempelverein* pour prendre des décisions, fixer des conditions qui paraîtraient propres à mener à bonne fin les décisions prises dans la séance de ce jour » (1).

Les grandes banques se firent inscrire ; les banques de moyenne et médiocre importance attendaient l'avenir : on croyait que l'article 51, alinéa 2, rendrait difficile l'établisse-

(1) *Berlin-Børsen-Courier*, 1896, n° 535.

ment à la bourse d'un trafic à livrer. On continuerait à opérer selon les usances de la place entre personnes de la bourse, en rapprochant autant que possible les règlements de compte (art. 66, dern. al.) ; on ferait avec le public des *marchés à livrer du droit commercial* (1) ; on payerait les différences qui ne seraient pas exigibles en vertu de la loi, ce qui cependant ne serait pas, croyait-on (2), sans quelques dangers du moment où le débiteur serait une société par actions : ne rencontrerait-on pas un jour quelque actionnaire, qui reprocherait aux directeurs leur *prodigalité* et leur ferait payer à eux-mêmes les frais de leur honnêteté !

Cependant, quelques banques de médiocre importance se virent forcées de s'inscrire au registre : les *banques de courtiers* laissèrent entendre qu'elles refuseraient de continuer leurs relations dans toute autre condition : elles manquaient de confiance et surtout se voyaient obligées à une certaine lâcheté morale comme toutes sociétés par actions.

Une seule personne étrangère à la bourse se fit inscrire au registre : un marchand de poissons, qui avait souvent besoin du marché à terme en roubles pour ne point risquer quelque importation de Russie, désastreuse à la suite d'une brusque fluctuation du change. « Le registre avait pour but de faire renoncer le public aux spéculations de bourse et un conflit entre les grandes banques de Berlin et les autres banquiers était le seul résultat effectif de cette institution » (3).

Lorsque l'un des directeurs de la « banque pour le com-

(1) V. ces premières conditions, bases des conditions ultérieures et générales, dans le *Berliner Börsenzeitung* du 22 décembre 1896.

(2) Cette idée est très discutable au point de vue juridique : il y a alors une obligation naturelle qui ne rendrait les directeurs des sociétés par actions responsables ni civilement, ni pénalement (art. 249 du C. de com.) (Cf. Freund, *Monatschrift für Handelsrecht*, 12 juin 1896). Cette crainte a joué dans l'esprit des directeurs de sociétés par actions un beaucoup plus grand rôle que la crainte de se voir opposer l'exception de *non-inscription au registre* et de se voir accuser d'imprudence grave.

(3) Heinemann, *Der Schicksal des Börsenregisters*, *Die Nation*, 6 décembre 1896.

merce et l'industrie » se fut aperçu que l'article 51, alinéa 2, ne s'appliquait pas « toutes les fois qu'il s'agissait de valeurs dont le trafic à terme de bourse n'était point interdit » il chercha à composer de nouvelles *conditions* dans ses rapports avec sa clientèle en prenant pour base les dispositions du Code de commerce sur les *marchés à livrer* (art. 354-356). Mais cette interprétation nouvelle de la loi serait-elle acceptée par le comité de la bourse ; les directeurs de banques ne seraient-ils pas poursuivis quelque jour devant « le tribunal d'honneur » ? Le 2 janvier 1897, les directeurs du « Börsen-Handels-Verein » et de la « Banque pour le commerce et l'industrie » envoyèrent au ministre du commerce les conditions qu'ils avaient stipulées dans leurs relations entre elles, quelques instants après avoir conclu à la bourse, sur cette nouvelle base, le premier *marché à livrer* ; ils demandaient « si les marchés qui sont passés sur la base des *conditions* pour marché à livrer en valeurs, en date du 1^{er} janvier 1897, sont ou non exclus de la bourse (1) ». Le ministre répondit qu'il n'avait à décider qu'en seconde instance, qu'il fallait s'adresser tout d'abord au Comité directeur de la bourse (2). Le 9 janvier, la question était soumise à celui-ci (3). La réponse, qui ne se fit point attendre, était formulée en ces termes : « le comité directeur de la bourse en valeurs n'a rien à invoquer pour interdire à la bourse la conclusion d'opérations sur la base des conditions présentées par le Börsen-Handels-Verein et la banque pour le commerce et l'industrie. Le comité directeur de la bourse en valeurs de Berlin est d'avis que pour les valeurs, dont le trafic à terme de bourse est autorisé, l'emploi des institutions de la bourse est permis lorsqu'il s'agit d'autres marchés à terme et que les paragraphes 1 et 2 de l'article 51 de la loi

(1) Anlage 1 à la lettre adressée par le *Börsen-Handels-Verein* et la banque pour le commerce et l'industrie au comité directeur de la bourse le 5 janvier 1897 (*als Manuskript gedruckt*).

(2) Anlage 4, *eod. loc.*

(3) La lettre elle-même, *eod. loc.*

des bourses ne visent que les valeurs pour lesquelles les marchés à terme de bourse ont été interdits (1). »

Dès le 3 février, l'association pour les intérêts de la bourse en valeurs envoyait à tous ses adhérents une lettre et deux formulaires de marchés à livrer du droit commercial, prenant pour base l'un les articles 354 à 356 du Code de commerce (marché à livrer sans terme fixe), l'autre l'article 357 du Code de commerce (Fixgeschæft, marché à livrer à terme fixe) (2). Cette dualité a un sens assez profond : le premier de ces bordereaux se recommande aux personnes prudentes, notamment aux directeurs de sociétés par actions désireux de ne pas s'exposer aux conséquences d'une jurisprudence qui ne considérerait point la définition de l'article 48 comme une définition légale, ou qui verrait dans les marchés à terme fixe des marchés à terme de bourse pour un motif quelconque. Les grandes banques elles-mêmes ont renoncé aux purs *marchés à terme de bourse* pour faire des marchés à livrer : les conditions pour marchés à terme de bourse sont tombées en désuétude ; ont-elles même encore une vraie existence ? L'inscription au registre de bourse n'a donc plus à Berlin un vrai sens et directement la moindre conséquence juridique. Peut-être la *haute banque* ne se serait-elle point fait inscrire si elle avait prévu un tel avenir. Celle-ci semble généralement montrer des préférences pour les bordereaux, établis sur la base de l'article 357 du Code de commerce (3),

(1) *Berliner Börsen Courier*, 1897, n° 31.

(2) *Als Manuskript gedruckt*.

(3) Conditions pour marchés à livrer en valeurs sur la base de l'article 357 du Code général de commerce :

1° Pour l'exécution du marché trouvent leur application, à l'exclusion des « conditions pour marchés à terme à la bourse en valeurs de Berlin », les conditions spéciales suivantes comme clauses du contrat.

2° Le jour d'exécution est, pour les opérations conclues *fin du mois*, selon l'article 328 du Code de commerce, le dernier jour du mois et lorsque celui-ci n'est pas un jour de bourse, le jour de bourse précédent.

Pour toutes les opérations appelées opérations d'entrée, le jour de livraison entendu doit toujours être considéré comme un terme fixe de livraison au sens de l'article 357 du Code de commerce.

3° Lorsqu'une partie n'exécute pas son opération d'achat ou de vente

qui permettent de maintenir un important trafic sous des formes très voisines de l'ancien trafic à terme de bourse.

au jour entendu, la partie qui n'est point en défaut a le droit d'exiger l'exécution ou de procéder à un règlement forcé. Veut-elle exiger l'exécution, elle doit, sous peine de perdre son droit, en donner communication à sa contrepartie dans une lettre mise à la poste au plus tard le jour de bourse suivant le jour d'exécution. Choisit-elle, au contraire, le règlement forcé, celui-ci doit avoir lieu à la bourse la plus prochaine après le jour d'exécution, sans qu'il soit besoin d'un avis antérieur ou de fixation d'un délai. L'exécution forcée ne peut avoir lieu que par l'achat ou la vente des valeurs, formant l'objet de l'opération, par l'intermédiaire d'un courtier des cours. On doit tenir compte, en plus, des droits de courtage ordinaires, ainsi que des frais de port et de timbre et des pertes d'intérêts. Le calcul des dommages-intérêts par l'exigence de la différence entre le cours du contrat et le cours moyen du jour d'exécution est exclu. La partie, qui n'est pas en défaut, doit prévenir la partie en défaut du règlement forcé qui a eu lieu par une lettre mise à la poste le jour après le règlement forcé en indiquant le cours d'exécution.

La preuve que la communication a eu lieu est faite, pour le cas où la lettre était recommandée, par la présentation du récépissé de la poste mentionnant l'envoi à temps de la lettre recommandée. Si le règlement forcé a lieu un jour de bourse plus tôt ou plus tard, la partie en défaut doit le reconnaître comme l'obligant pour autant qu'il n'en est pas résulté pour elle quelques dommages ; ainsi le cours de règlement forcé ne peut pas être en ce cas plus défavorable pour le contractant en défaut que le cours moyen du jour de bourse où le règlement forcé aurait dû avoir lieu.

4° Un contractant suspend-il ses paiements avant l'arrivée du jour d'exécution ou tout au moins devient-il insolvable, ce qu'il faut admettre surtout lorsqu'il entre en négociations avec ses créanciers sur le règlement extrajudiciaire de ses engagements, l'autre contractant est autorisé à considérer le terme fixé comme arrivé et à procéder à l'exécution forcée de l'opération à la bourse où la difficulté du paiement lui a été connue ou à la bourse immédiatement suivante. L'exécution forcée a lieu d'après les règles posées au numéro 3 par la voie d'opération au comptant ou à livrer au choix de l'autre contractant. Une ouverture de faillite ayant lieu plus tard ne rend point nulle cette exécution forcée. Toutes les dettes provenant d'une exécution forcée sont aussitôt payables.

5° Les valeurs formant l'objet de l'opération doivent être livrées dans l'état où se trouvaient les titres de cette nature au temps du contrat, cependant le vendeur peut au lieu de livrer des coupons ou des dividendes tenir compte de la valeur pécuniaire de ceux-ci, pour autant que la livrabilité des valeurs n'en reçoit aucune atteinte. Sur l'exercice de quelques droits par les particuliers, sur les conversions... l'acheteur doit s'expliquer. La déclaration n'est-elle pas faite au vendeur au plus tard le troisième jour avant le terme de conversion, celui-ci est autorisé à agir à sa guise.

6° Le lieu d'exécution est pour toutes les opérations Berlin. La livraison

Seule, la disparition des *usances* (1) n'est point sans dangers : il est bien rare que l'on prévoie à l'avance l'une des nombreuses difficultés qui peuvent se présenter lors de la livraison des titres. En réalité, tout l'ancien système persiste ; personne n'a jamais songé à s'en écarter. Il serait curieux de voir la jurisprudence résoudre un jour cette contradiction des faits et de la volonté exprimée des parties. La persistance des *usances* ne mettrait nullement en jeu la validité des marchés, car les *usances*, recueil de décisions sur la nature livrable ou non de telles valeurs, ont, à Berlin, une existence nettement indépendante de celle des *conditions*, seules visées par le législateur (art. 48). Les autres conditions des nouveaux bordereaux établis sur la base de l'article 357 peuvent gêner en maintes circonstances ; elles ne sont point dangereuses.

Les bordereaux établis sur la base des articles 354 à 356 du Code de commerce (2) laissent une plus large place à de

doit toujours avoir lieu en titres livrables.

7^e Pour toutes difficultés, issues d'opérations qui sont conclues sur la base de ces conditions, les parties se soumettent au jugement d'un tribunal arbitral composé de trois personnes. Le président du collège des anciens de la corporation des marchands de Berlin ou son suppléant nomme les trois arbitres. Si la nomination des trois arbitres ne pouvait avoir lieu de cette façon, cette nomination aurait lieu selon les prescriptions du règlement de procédure civile, qui sont applicables pour la procédure du tribunal arbitral.

(1) Nous ne disons pas les *conditions* ; V. la distinction franche à Berlin entre les *conditions* et les *usances*, 1^{re} partie, ch. II, n^o V.

(2) *Formulaire de l'association*, n^o 1, avril 1897.

« Conditions pour marchés à livrer en valeurs d'après les articles 354-356 du Code de commerce :

1^o Pour l'exécution du marché trouvent leur application, à l'exclusion des conditions pour marchés à terme de bourse et pour telles autres opérations à terme à la bourse en valeurs de Berlin, les conditions particulières suivantes et éventuellement les articles 354-356 du Code de commerce avec cette clause contractuelle que la partie qui n'est point en demeure ne peut pas se retirer du marché, du contrat ;

2^o Le jour d'exécution est pour les opérations conclues *fin de mois* selon l'article 328 du Code de commerce, le dernier jour du mois et lorsque celui-ci n'est pas un jour de bourse, le jour de bourse antérieur.

Pour toutes les opérations dites opérations d'entrée, le jour d'exécution

désagréables surprises. Les commerçants ingénieux ont bien tenté d'en paralyser l'effet : ils ont limité le temps durant lequel on peut demander un délai de grâce et le temps de ce

entendu ne doit pas être considéré comme terme fixe (fixé avec exactitude) de livraison, au sens de l'article 48 de la loi des bourses ou de l'article 357 du Code de commerce ;

3^o Une partie ne veut-elle ou ne peut-elle point recevoir livraison ou livrer au jour d'exécution, il ne peut être question d'un délai que si elle a envoyé à l'autre partie une demande écrite en ce sens au plus tard le troisième jour de bourse avant le jour d'exécution (par conséquent si la conclusion de l'opération n'a lieu qu'après le troisième jour avant le jour d'exécution, au plus tard au jour de la conclusion du marché avant six heures du soir), auquel cas le délai consiste en deux jours pleins de bourse, calculés à partir de l'expiration du jour d'exécution.

Si une telle demande écrite n'est pas faite ou n'est pas faite à temps, ceci est considéré comme une renonciation au droit de demander un délai et on n'a plus le droit d'en demander un.

4^o Lorsqu'une partie n'exécute pas son contrat d'achat ou de vente au jour d'échéance entendu ou différé par un délai, ce qui doit être considéré même sans sommation comme une mise en demeure de cette partie, la partie qui n'est pas en défaut, si elle veut demander des dommages-intérêts pour cause d'inexécution, sera tenue de remettre un avis écrit en ce sens à sa contrepartie au plus tard avant onze heures du matin au jour de bourse suivant immédiatement le jour d'exécution originaire ou l'expiration du délai ; il suffit de remettre les avis au bureau de la personne, ou, si celui-ci n'existe point ou est fermé, à son domicile.

Si un délai de grâce n'est pas demandé ou est demandé en retard, la vente forcée qui doit être faite de la part du vendeur qui n'est pas en retard (art. 354, C. de c.) ou quelque vente-couverture du vendeur qui n'est pas en retard sera faite à la bourse par un courtier des cours, au jour suivant immédiatement celui de l'exécution ou, si pour ladite valeur une cote officielle au comptant n'a pas été publiée, au premier jour où il y aura une telle cote.

Si un délai de grâce est demandé à temps, la vente forcée prévue ou l'achat-couverture susindiqué aura lieu au jour de bourse suivant immédiatement l'expiration du délai ou, si pour ladite valeur une cote au comptant officielle n'a pas été publiée, au premier ou prochain jour de bourse où il y aura une telle cote.

De la part du vendeur qui n'est point en défaut et qui veut exiger des dommages-intérêts pour cause d'inexécution, une telle vente forcée doit avoir lieu d'après l'article 354 du Code de commerce et il ne peut être pris pour base du calcul des dommages-intérêts pour cause d'inexécution que le résultat d'une telle vente forcée, pour les frais de port, les droits ordinaires de courtages et ceux du timbre, ainsi que les pertes d'intérêts supportées.

L'acheteur, qui n'est point en défaut, a, au contraire, le choix entre un

délai. La première de ces mesures était nécessaire pour ne pas laisser les commissionnaires dans la plus grande insécurité : un délai réclamé à la dernière heure mettrait souvent

achat-couverture, auquel cas le plus haut montant de sa dette de dommages-intérêts pour cause d'inexécution consistera en la différence entre le prix atteint par l'achat-couverture et le prix d'achat convenu, plus les frais de port, les droits ordinaires de courtage et ceux de timbre, ainsi que les pertes d'intérêts supportées ; ou bien un achat-couverture. Dans ce dernier cas, le plus haut montant de ces dommages-intérêts pour cause d'inexécution consistera en la différence entre le prix d'achat et le cours moyen officiel du comptant au jour d'exécution (v. n° 2, par. 1), ou, pour le cas où il y aurait eu délai accordé, au dernier jour du délai accordé, donc, si ce dernier jour n'est pas un jour de bourse, au jour suivant immédiatement celui-ci, plus les frais de port, ainsi que les pertes d'intérêts supportées.

Il faut faire part à la personne en défaut de la vente forcée ou de l'achat-couverture, qui a eu lieu, par une lettre mise à la poste au plus tard au jour suivant la vente forcée ou l'achat-couverture, en mentionnant le prix atteint.

La vente forcée ou l'achat-couverture a-t-il eu lieu un jour trop tôt ou un jour trop tard, la partie en défaut devra la tenir comme l'obligé, à condition qu'il n'en résulte point pour elle de dommage, ainsi, dans ces cas, le cours de la vente forcée ou de l'achat-couverture ne doit pas être plus défavorable pour la partie en défaut que le cours moyen du jour de bourse où la vente forcée aurait dû avoir lieu.

5° Un contractant suspend-il ses paiements avant l'arrivée du jour d'exécution ou tout au moins devient-il insolvable, ce qu'il faut admettre surtout lorsqu'il entre en négociation avec ses créanciers sur le règlement extrajudiciaire de ses engagements, l'autre contractant est autorisé à considérer le terme entendu comme arrivé. La vente forcée ou l'achat-couverture devra avoir lieu alors à la bourse à laquelle la difficulté du paiement a été connue de l'autre contractant ou à la bourse suivant immédiatement, au choix de ce dernier par la voie de marchés au comptant ou à livrer, d'après les dispositions prévues sous le n° 4. Une ouverture de faillite ayant lieu ultérieurement ne rend point nulle une telle vente forcée ni un tel achat-couverture. Toutes les dettes issues de la vente forcée ou de l'achat-couverture sont aussitôt payables.

6° Les valeurs formant le montant de l'opération doivent être livrées dans l'état où de tels titres se trouvaient au temps du marché, toutefois le vendeur peut en livrer des coupons d'intérêts ou de dividendes, tenir compte de la valeur pécuniaire de ceux-ci, pour autant que la livrabilité des valeurs n'en recevrait aucune atteinte. Sur l'exercice de quelques droits particuliers, sur les conversions... l'acheteur doit s'expliquer. La déclaration n'est-elle pas faite au vendeur le troisième jour avant le terme de conversion, celui-ci est autorisé à agir à sa guise.

7° Pour ces opérations, le lieu d'exécution est Berlin. La livraison doit

dans une pénible situation les banquiers qui doivent exécuter ponctuellement leurs engagements personnels et corrélatifs avec leurs confrères, sous peine de perdre tout crédit. La seconde de ces mesures a aussi une vraie importance : elle éviterait de tardifs règlements de compte, si la loi ne parlait point de délai *suffisant* et si la validité d'un délai de grâce fixé dans de très courtes limites ne pouvait être mise en doute.

Si les banquiers n'ont jamais songé et pu songer à demander un délai de grâce, il ne semble pas non plus que les spéculateurs aient fait usage de cette faculté : ce serait ruiner leur crédit pour de bien médiocres avantages.

Ce qui prouve bien que sous ces formes nouvelles le trafic primitif persiste sans grandes modifications, c'est que le bureau de liquidation pour marchés à terme de bourse ne tient nul compte du contenu des bordereaux ; la liquidation centrale a toujours lieu sous les mêmes formes.

Si la spéculation sur valeurs n'a pas reçu une atteinte très sensible, c'est que les anciens spéculateurs sur produits ou marchandises se sont rejetés en partie sur le trafic en va-

avoir lieu en titres livrables à la bourse de Berlin, de 9 à 12 heures du matin et de 3 à 7 heures de l'après-midi.

Les contractants sont-ils membres de l'association pour la liquidation de marchés à terme à la bourse en valeurs de Berlin et s'agit-il de valeurs qui sont l'objet de liquidations par cette association, le règlement de l'opération doit avoir lieu par liquidation et d'après les dispositions publiées de l'association de liquidation, même lorsque l'opération n'est conclue qu'au jour fixé pour l'envoi des feuilles de liquidation.

Le paiement et la remise de tous soldes résultant du règlement de cette opération n'a lieu que par l'entremise de la banque du *Berliner Kassen Verein* d'après son règlement.

8° Pour toutes difficultés nées d'opérations qui sont conclues sur la base de ces conditions, les parties se soumettent au jugement d'un tribunal arbitral de trois personnes. Les trois arbitres seront nommés par le président du collège des anciens de la corporation des marchands de Berlin ou son remplaçant. Si la nomination des experts ne pouvait point avoir lieu ainsi, cette nomination aurait lieu d'après les dispositions du règlement de la procédure civile, lesquelles sont en vigueur pour la procédure du tribunal arbitral.

leurs : qu'importe aux joueurs l'article sur lequel ils opèrent !

Nous remarquerons aussi qu'une des conséquences de l'introduction du registre de bourse semble avoir été un développement assez sensible de la spéculation au comptant sur les valeurs mêmes sur lesquelles a lieu un trafic à livrer : le système d'un achat de titres suivi d'un prêt sur titres s'est quelque peu développé ; diverses personnes prudentes préfèrent s'entremettre pour de tels marchés : toutes les difficultés qui en résultent ont empêché la spéculation au comptant de prendre une grande importance.

Quelque gêne, qui n'entrave nullement le trafic, quelques dangers, qui n'ont point pour conséquence de rendre les banquiers sensiblement plus difficiles dans le choix de leur clientèle : tels sont les principaux résultats de tout un système qui fait sortir le trafic de ses bases naturelles et expose les hommes honorables aux malhonnêtetés des autres !

A Hambourg, la haute banque a refusé de se faire inscrire au registre de bourse ; en quelle mesure leurs contreparties ont-elles besoin d'une action en justice pour être assurées de l'exécution des marchés conclus ! Les personnes qui sont en relations suivies avec la banque des courtiers, ces courtiers commissionnaires dont nous reparlerons, ont dû se faire inscrire : car elles remettent des gages, et ces gages n'auraient aucun sens si les personnes qui font garantir leurs opérations *à terme de bourse*, n'étaient point inscrites (art. 66, al. 2 de la loi). Ce n'est pas sans hésitations qu'un trafic à livrer s'est établi sur le marché de Hambourg ; vers le milieu de janvier, aucune décision définitive n'était encore prise : on continuait à opérer selon les anciens principes. L'exclusion expresse des usances de la bourse n'était-elle point fort gênante ? ainsi on devrait s'entendre chaque fois sur le calcul des intérêts, etc. ! Le gouvernement sous la surveillance duquel est placé le bureau de liquidation pour marchés à terme, laisserait-il liquider les marchés à livrer dans le même local et les mêmes conditions que les mar-

chés à terme (1)? La décision du comité directeur de la bourse de Berlin mit un terme aux hésitations. On a inscrit sur les bordereaux : « Selon les dispositions de l'article 357 du Code de commerce, avec exclusion des usances générales pour le trafic à terme » : suivent quelques lignes fixant les droits de chaque partie au cas de suspension de paiement de la part d'un des contractants et une autre indiquant comme lieu d'exécution la place de Hambourg. Cette dernière disposition a un sens plus profond qu'on ne se le figure d'ordinaire : on veut donner compétence, au cas de différends, aux tribunaux de Hambourg, par conséquent, si les parties font appel du jugement, à la Haute Cour Hanséatique, dont la résistance à la jurisprudence du tribunal d'empire sur la question de la légalité des marchés différentiels est bien connue. Et cependant si le procès vient en appel devant ce tribunal, le spéculateur désireux de ne point payer une différence ne poursuivra-t-il pas l'affaire jusque devant le tribunal d'Empire ?

A Brême, aucun banquier, aucun des membres de l'association des courtiers ne s'est fait inscrire ; il en est de même à Cologne où l'on opère à terme sur la base de l'article 357. Quant à Francfort, six ou sept personnes s'y sont fait inscrire au registre ; les opérations sont conclues sur la même base ; y persiste-t-il vraiment un certain trafic à terme de bourse ? C'est ce que nous n'avons pu savoir, les commerçants confondant sans cesse *marché à terme de bourse* et *marché à livrer du droit commercial* ; et cependant, de telles subtilités ne devraient point leur échapper à eux tout au moins, si la distinction et ses conséquences intéressent fort les économistes et font la joie des jurisconsultes (2).

(1) *Frankfurter Zeitung*, 1897, n° 22.

(2) Au milieu de janvier 1897, 31 maisons de Berlin étaient inscrites au registre de bourse, section : valeurs, 9 de Francfort, 3 d'Aix-la-Chapelle, 2 d'Altona, de Wandsbeck et de Kunzelsau, 1 de Dresde, de Breslau, de Mannheim, de Bonn, de Bielefeld, Crefeld, Itzehoe, Nuremberg, Koenigshütte et 92 de Hambourg : en tout : 150 maisons ! (*Correspondenz des Schutzverbandes gegen agrarische Uebergriffe*, 26 janvier 1897).

Parlons maintenant du registre de bourse et des marchés à terme de bourse en produits et en marchandises. Les commerçants en grains, pour lesquels le registre de bourse avait été proposé originairement, n'avaient plus le moindre besoin de se faire inscrire puisque le marché à terme de bourse en grains et produits de la minoterie était interdit (art. 50, al. 3).

Les autres commerçants en produits de Berlin refusèrent de se faire inscrire au registre : ils firent des marchés à livrer ; les commerçants en spiritueux, suivant l'exemple des commerçants en grains qui cherchaient à rétablir un important trafic à livrer, exclurent les usages de la bourse et composèrent des bordereaux se référant aux articles 354-356 du Code de commerce (1). Deux maisons importantes de la place firent seules exception : l'une était en relations constantes avec la caisse de liquidation de Leipsick qui exigeait l'inscription au registre.

A Hambourg, la caisse de liquidation, qui a survécu aux lois d'impôt sur la bourse et à la loi des bourses pour un motif que nous verrons, a exigé l'inscription de ses clients : n'est-elle point sous la surveillance du gouvernement ; n'est-elle point aussi une société par actions ? Aussi, la presque totalité des maisons de la place faisant un important trafic en café, coton ou sucre a-t-elle dû s'inscrire. Les commerçants en spiritueux ont accepté l'institution nouvelle pour un tout autre motif : ils ont été sollicités par les directeurs de sociétés par actions peu désireux d'engager leur propre responsabilité. Le marché à terme de bourse persiste sur la place. Quelques-uns des commerçants inscrits ont su établir avec leur clientèle un *trafic à livrer*, quitte à se couvrir eux-mêmes par marchés à terme ; ce qui est beaucoup plus fréquent et presque général, c'est la persistance d'un trafic à terme de bourse en commission d'après les ordres donnés par des personnes habitant sur quelque autre place nationale : le public a vu

(1) Nous reviendrons sur ces conditions, sur la liquidation de tels marchés à livrer en marchandises à propos des nouveaux marchés à livrer en grains.

d'un mauvais œil cette preuve de défiance contenue dans les bordereaux à livrer et surtout les commerçants ne sont pas arrivés à composer des bordereaux de marchés à livrer, ne tombant point sous les coups de la loi des bourses : nos confrères de Hambourg se sont montrés, dit-on, aussi soucieux de respecter l'esprit de la loi que son texte même, ... à moins qu'ils n'en aient point saisi toutes les subtilités. On a cherché à attirer les spéculateurs étrangers, qui n'ont point besoin de se faire inscrire au registre.

A Leipsick, la caisse de liquidation a exigé l'inscription au registre ; mais les mandants ne sont jamais inscrits. A Magdebourg, il en fut de même ; le trafic à livrer en sucre que l'on a cherché à y établir (1), sur la base des articles 354 à 356 du Code de commerce, pour maintenir un trafic important et soutenir les cours, n'a guère produit de résultats (2).

VI

Comme l'institution du registre de bourse ne visait d'après la commission d'enquête que le trafic en marchandises et comme cette commission était décidée à reconnaître la validité des *marchés différentiels*, il fallait trouver dans quelque nouvelle direction, un moyen de mettre un frein au jeu de bourse en valeurs.

Sur les conseils du président Wiener, qui reprit d'ailleurs une proposition faite autrefois au congrès des jurisconsultes allemands (3), la commission d'enquête chercha les

(1) Le bordereau est reproduit notamment dans la *Hamburgische Börsenhalle* du 6 janvier 1897.

(2) Jusqu'au milieu de janvier 1897, 28 personnes de Magdebourg s'étaient fait inscrire au registre : marchandises, 20 de Leipsick, 3 de Wansbeck et Dantzig, 2 de Berlin, 1 de Zwickau, Vlotto, Wittemberg, Tangermünde et Krackow et 173 de Hambourg ; en tout : 234 personnes (*Correspondenz des Schutzverbandes gegen agrarische Uebergriffe*, 26 janvier 1897).

(3) *Verhandlungen des 16 deutschen Juristentages*, p. 165 ; des 17, p. 173 ; des 18, p. 187.

avantages et les désavantages d'une disposition pénale punissant quiconque profiterait de la *faiblesse* ou de l'*inexpérience* d'une personne pour l'entraîner à *spéculer à la bourse* ; persuadée avec raison que la spéculation au comptant pouvait être tout aussi dangereuse que la spéculation à terme, elle admit que « la forme des marchés à terme et des marchés différentiels était la principale mais non la seule pour attirer les clients et les exploiter (1) » ; elle se dirigeait donc dans une voie toute différente de celle qu'elle avait suivie pour mettre terme au jeu dans le trafic en marchandises.

Les *experts* de la commission d'enquête (2), tout en reconnaissant généralement l'utilité d'une telle disposition, s'y montrèrent presque toujours défavorables. Pourquoi mettre la bourse et son public sous un régime spécial ? N'est-il pas aussi malhonnête de profiter de l'*inexpérience* et de la *faiblesse* d'une personne pour la faire spéculer sur des immeubles ? Comment rester dans une juste mesure, faire tomber les coupables sous les coups de la loi et épargner les honnêtes gens qui auraient reçu les ordres d'un joueur et n'auraient eu que la faiblesse de les exécuter ? N'allait-on pas mettre entre les mains des spéculateurs malheureux une arme dont ils pourraient facilement abuser ? L'ouvrier, qui met de côté chaque jour et avec peine une part de son salaire, doit placer ses économies en valeurs de *tout repos* ; la nouvelle disposition n'atteindrait-elle point celui qui, confiant dans le sort d'une entreprise et consulté par un ouvrier, l'engagerait, malgré des risques certains, à placer ainsi son épargne ? N'était-ce point ouvrir les portes à la délation (3) ?

(1) Cohn, *Beiträge*, p. 82 ; de même Wiener, *Das Differenzgeschäft*, p. 63.

(2) Material, *Sten. Ber.*, passim ; *Berichte und Beschlüsse*, p. 193.

(3) *Zur Frage der Börsenreform*, Drei Gutachten erstattet an das eidg., Justiz-und Polizeidepartement, *Mémoire de M. Odier*, Bern, 1895, p. 15.

« Quels seraient les caractères constitutifs du délit d'excitation au jeu ? Suffira-t-il que l'agent ait prêté son ministère à une opération de bourse pour qu'il soit recherché ?

Ou bien faudra-t-il qu'il ait été chercher le client et l'ait contraint pres-

Le professeur Joseph Kohler⁽¹⁾ répondit plus tard : « qu'une telle disposition soit difficile à formuler et qu'elle puisse amener des dénonciations, peu importe : la première de ces choses est possible avec toute défense pénale et le soin de formuler exactement le texte regarde l'art législatif ». Que l'on craigne la délation d'une façon plus spéciale dans un domaine où presque tout est question de nuances, nous le comprenons cependant dans une certaine mesure : le législateur devra être d'une extrême prudence, le ministère public attendre pour poursuivre tout un tissu de preuves. Que les *experts* aient craint la promulgation d'un texte de loi contenant une formule malheureuse ; ceci ne nous étonne guère : *l'art législatif* n'est point encore parfait ; la loi des bourses nous en fournit maints exemples. Il fallait mettre les simples faiblesses dont tout honnête homme peut être exceptionnellement coupable à l'abri des dispositions pénales ; et ne pas rendre, par un tissu de conditions impossibles à réunir, le texte pratiquement inutile : on se trouvait dans le domaine du droit pénal et de l'interprétation restrictive des textes. Voyons si les textes proposés par la commission d'enquête (à l'instigation du président Wiener), par M. Joseph Kohler, puis, avec une intention assez différente, par le projet de loi répondaient bien à de telles exigences.

« Quiconque, dans un but intéressé, abusera de la légèreté ou de l'inexpérience d'une personne pour l'entraîner à faire sur des titres des opérations de bourse qui ne rentrent pas dans la sphère de son activité professionnelle, bien qu'il sût ou fût présumé savoir que l'importance des opérations exposât l'existence économique de cette personne, est passible d'un emprisonnement de six mois ou plus et d'une amende qui ne pourra dépasser 10,000 marks.

La même peine sera applicable à quiconque, dans un but

que malgré lui à spéculer ?

Un spéculateur malheureux sera toujours enclin à rejeter la faute sur l'agent et à se faire passer pour la victime de séductions alléchantes. »

(1) *Das Börsenspiel*, p. 45.

intéressé, abusera de l'inexpérience d'une autre personne pour conclure, vis-à-vis de lui-même ou de tiers, de telles opérations, bien qu'il sût ou, selon les circonstances, eût dû savoir que l'importance des opérations exposait l'existence économique de cette personne.

Ces incitations ont-elles lieu habituellement, la peine d'emprisonnement ne pourra être inférieure à un mois et l'amende pourra s'élever jusqu'à 20,000 marks. La condamnation peut également comporter la perte des droits civiques » (1).

En nous plaçant au même point de vue que la commission d'enquête qui proposait la création d'un *registre à terme* pour endiguer la spéculation de bourse sur marchandises et qui cherchait ici un moyen de mettre un frein au jeu sur valeurs, et en écartant les arguments généraux contre toute réforme dans le domaine pénal, nous ne pouvons en principe qu'approuver de telles dispositions. Il aurait été cependant beaucoup plus harmonieux d'appliquer les deux premiers paragraphes aux opérations sur valeurs et de généraliser la disposition finale pour l'appliquer aux actes de spéculation sur valeurs et sur marchandises.

Le professeur Joseph Kohler (2) proposa, en 1894, un texte beaucoup plus simple : « quiconque abuse professionnellement ou habituellement de la faiblesse ou de l'inexpérience d'autres personnes pour les engager à jouer à la bourse... »

Il supprimait ainsi *l'intention de lucre* comme *inutile* ; il ne parlait pas seulement de *spéculation sur valeurs* ; peu importe que l'opération menace ou non l'existence économique d'autrui, « quiconque engage autrui à jouer en abusant de sa faiblesse et de son inexpérience mérite une peine, même lorsque pour la première fois ce jeu n'a aucune conséquence ruineuse ; c'est justement le premier pas qui est le pire et lorsqu'il est fait, le second se fait de lui-même » ; peu importe qu'il s'agisse d'opérations qui concernent ou

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 17.

(2) *Börsenspiel*, p. 45.

non l'activité professionnelle d'une personne, car le jeu n'appartient pas à la catégorie des actes professionnels.

Remarquons, tout d'abord, que le professeur Kohler se plaçait à un point de vue assez différent de celui de la commission d'enquête en ne reprenant que les dispositions finales du texte rapporté. Les suppressions qu'il propose paraissent au premier abord, grâce à la finesse d'esprit du savant berlinois, presque nécessaires ; elles auraient été, cependant, des plus malheureuses : tout banquier se serait trouvé à la merci de ses clients ; elles ne seraient possibles que si on trouvait un critérium des actes de jeu et des actes de spéculation : nous savons déjà que ce critérium est introuvable. Supprimer *l'intention de lucre* ; tout conseil un peu audacieux suffirait donc ! Le premier pas est le seul qui coûte, il faut empêcher ce premier pas : à quel moment l'acte de spéculation peut-il être distingué de l'acte de jeu ? Est-il facile, même possible de savoir si une personne opérant couramment sur valeurs ou telle espèce de marchandises ne fait plus acte de spéculateur, mais acte de joueur ! L'utopie est déguisée par le professeur Kohler sous les formes les plus attrayantes !

Le projet de loi généralisait la disposition imposant à tout spéculateur sur marchandises l'obligation de se faire inscrire sur un registre spécial, les deux premiers alinéas des décisions de la commission d'enquête tombèrent naturellement ; mais les délégués du conseil fédéral reprirent l'idée d'une disposition, qui serait un pendant des articles 302 *a* et 302 *d* du Code, punissant l'usure habituelle, et qui atteindrait la spéculation sur valeurs et sur marchandises (1).

Le texte proposé fut admis sans modifications notables ; il est devenu l'article 78 de la loi des bourses : « Est passible

(1). *Drucksachen des Reichstages*, n° 14, p. 58. La commission parlementaire (*eod. loc.*, n° 246, p. 55) rejeta un amendement portant suppression du mot « habituellement », qui aurait eu pour conséquence « une extension très grande » et un autre punissant la tentative.

de la peine d'emprisonnement et d'une amende, qui ne pourra pas dépasser 15.000 marks, toute personne qui habituellement et dans un but intéressé abusera de l'inexpérience et de la légèreté d'autres personnes pour les entraîner à faire des spéculations de bourse ne rentrant pas dans l'exercice de leur profession. Elle pourra en outre être condamnée à la perte de ses droits civils. »

Cette disposition est malheureusement trop élastique : nul ne sait quelle application peut en faire, un jour, la jurisprudence. L'idée elle-même est cependant heureuse, car il s'agit ici aussi bien de la spéculation au comptant que de la spéculation à terme (1).

M. Loeb a dit : « peut-être le texte du paragraphe, qui laisse un champ assez vaste à l'appréciation du juge, ne produira-t-il son effet que par cela même que l'on craindra avec quelque vraisemblance une interprétation extensive (2). » Tristes mesures que celles qui arrivent à quelque résultat en menaçant l'homme faible en même temps que l'homme malhonnête !

Le texte du règlement impérial des faillites qui punit le spéculateur qui a perdu sa fortune à la suite de *marchés différentiels* demeure toujours en vigueur ; la commission d'enquête recommanda même d'en rappeler l'existence au ministère public devant les divers tribunaux : il n'en faut guère attendre de résultats ; aux heures d'espérance, on ne songe guère à la possibilité d'une perte !

VII

Un certain nombre de personnes considèrent un impôt atteignant d'une façon toute spéciale les marchés différen-

(1) Fuld, Die Bestimmungen (*Der Gerichtssaal*, t. LIV, p. 198).

(2) Die Wirkungen (*Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. XIII, p. 729).

tiels (1) ou les marchés à terme en général comme le meilleur remède contre le jeu de bourse (2). Sans aller, tant s'en faut, aussi loin, quelques gouvernants ne cachent point un faible très marqué pour toute mesure voisine ou identique, qui permettrait de moraliser la bourse, tout en remplissant les caisses publiques.

Toute loi fiscale, destinée à écarter les joueurs, aurait le double désavantage de faire sortir les lois d'impôt de bourse de leur vrai cadre économique et d'atteindre, en quelque mesure, le jeu, mais surtout les opérations à la fois légitimes et socialement utiles.

Tout impôt de bourse est un impôt de circulation (3). Il doit compléter l'impôt sur le revenu en atteignant banquiers et marchands dans l'augmentation de leurs gains, l'impôt sur les professions en atteignant les capitalistes et les spéculateurs, que ne visent point les lois de patentes, et l'impôt sur les acquisitions en atteignant de même que les successions les divers gains de fortune (4).

Le résultat le plus certain de toute loi d'impôt sur la bourse n'est point d'atteindre les actes de jeu mais les opérations les plus légitimes et les plus utiles : si le législateur, reconnaissant le rôle économique des reports et des arbitrages, les exempte totalement ou partiellement des droits de timbre ou d'enregistrement (5), il atteindra, en tous cas, de

(1) V. par exemple la proposition Schwarze : les marchés à terme en produits de grains supporteront un impôt de 2 0/00 ; si le marché se termine par une livraison effective l'impôt ne sera que 2/10 0/00 (*Sten. Ber. der Sitz. des Reichstages*, 19 avril 1894).

(2) V. l'exposé de motifs de la loi d'impôt de bourse du canton de Zurich.

(3) Friedberg, article *Börsensteuer* dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften* ; Adolphe Wagner, *Finanzwissenschaften*, Leipzig, 1886, t. II, p. 629.

(4) « L'impôt de bourse doit pour les marchés différentiels consister en une peine », dit Freudenstein (*Börsensteuer, Zeitgeschæft und Differenzspiel*, Minden, 1883, p. 52).

(5) Les arbitrages ont sensiblement diminué à Berlin (*Uebersicht über die Entwicklung des Handels und der Industrie von Berlin von 1870-1894*, p. 45) ; c'est une conséquence de l'organisation d'un système assez complexe pour la restitution d'une partie des droits.

la façon la plus vive, les opérations, courantes sur tous les marchés et d'une très grande utilité, que l'on peut appeler des arbitrages de valeurs à valeurs ou des reports dissociés : il faudra dès lors un écart beaucoup plus sensible pour qu'une activité devienne vraiment rémunératrice.

C'est là d'ailleurs un point sur lequel la presque totalité des experts de la commission d'enquête se sont trouvés d'accord (1).

Il n'est plus très difficile aux joueurs d'opérer sur quelque place étrangère : les frais de correspondance sont minimes ; les ordres parviennent avec une vitesse extraordinaire. Le comte de Kanitz disait, non sans raison, devant le Reichstag (2), que bien des réformes dans le domaine de la question des bourses resteraient sans effets tant que l'on ne combattrait point les mêmes abus sur les places étrangères. Aussi a-t-on parlé, à maintes reprises, d'une entente internationale contre le jeu de bourse (3). Le professeur Julius Wolf pense qu'« une telle entente n'a pas aujourd'hui la moindre chance de succès (4) ». Ce n'est, selon nous, qu'une sorte d'utopie : les pays, où la tendance libérale domine, refuseront de participer à un congrès international qui aurait un tel but et le jeu de bourse, pourchassé de place à place, trouverait toujours un abri dans quelque Etat qu'enrichiraient courtages et provisions. Tout habitant de Dresde, spéculant actuellement à Vienne, spéculerait tout aussi bien à Londres !

Une disposition pénale de la loi des bourses punit sévèrement les actes d'agiotage ; nous ne ferons que la citer : « Quiconque, dans une intention frauduleuse, emploie des moyens destinés à induire en erreur, pour produire un effet sur les prix de bourse et de marchés de valeurs et de mar-

(1) V. cependant Material, *Sten. Ber.*, p. 3438. V. not. contre les impôts de bourse, Ehrenberg, *Die Fondsspekulation*, p. 194.

(2) Séance du 9 janvier 1896.

(3) *Jahresbericht der Handels-und Gewerbe Kammer zu München*.

(4) Gutachten, *Zur Börsenreform (in der Schweiz)*, p. 42.

chandises, sera puni de prison et, en même temps, d'amende jusqu'à 15.000 marks. On pourra également prononcer la perte des droits civiques. S'il y a circonstances atténuantes, on pourra ne condamner qu'à une amende. »

VIII

Si nous apprécions, dans leur ensemble, les mesures générales prises par la loi des bourses pour mettre un frein à la spéculation sur valeurs et sur marchandises, nous devons dire que les désavantages priment les avantages et qu'ils les auraient primés d'une façon plus sensible encore si les commerçants n'avaient su trouver un remède et continuer sous des formes nouvelles l'ancien trafic. L'exemple de notre coulisse en valeurs aurait dû prévenir le législateur du résultat probable de l'institution du registre de bourse : l'absence de toute action en justice pour les opérations faites par des mandataires non qualifiés n'a point empêché le développement considérable d'un marché à côté du *marché* !

Dans le trafic en valeurs, l'institution du registre a-t-elle produit quelque effet ? Nous le croyons ; le nombre des opérations a un peu diminué ; il est probable que les opérations illégitimes ont aussi quelque peu diminué ! Et cependant il est bien certain que, si un effet heureux a été produit, celui-ci n'est pas très sensible.

Dans le trafic en marchandises (café, sucre, spiritueux), le registre a eu un effet plus notable : l'ignorance et le respect de la loi semblent en avoir été les principales causes ; les commerçants de Hambourg n'ont point encore très développé chez eux l'esprit de lutte : une disposition légale produit dans leur milieu un plus complet effet, parce qu'un combat perpétuel avec un gouvernement autoritaire et souvent maladroît n'a point encore aiguisé leur esprit, parce que leur marché a conservé son ancienne solidité et son caractère de marché riche.

Le trafic à terme en sucre a diminué à Hambourg et à Magdebourg d'une façon très sensible : actes de jeu et actes légitimes ont été également atteints. Le cours du sucre, qui avait subi une dépression dès l'entrée en vigueur de la loi de 1896 qui fixe un nouveau taux des primes d'exportation, remontait insensiblement, lorsque beaucoup de maisons exigèrent des spéculateurs leur inscription au registre ou la liquidation de leurs engagements à terme : les cours baissèrent sans cesse : presque toutes les grandes banques ne suivirent pas l'exemple de la *banque de Dresde* et refusèrent de se faire inscrire sur le registre de bourse comme spéculateurs en marchandises : les cours baissèrent encore ; le nombre des reporteurs diminua ; les détenteurs de marchandises effectives subirent des pertes sérieuses. Une certaine clientèle étrangère semble soutenir dans une large mesure les cours du sucre à Hambourg et empêche sur le marché allemand d'énormes fluctuations de cours, qui nous rappelleraient des temps quelque peu moyen-âgeux.

Magdebourg a reçu un rude coup : sa caisse de liquidation liquidera peut-être bientôt ; une maison de banque en tiendra lieu, tandis que Hambourg se développera d'une façon toujours plus considérable à cause de ses relations internationales.

A Hambourg, le marché à terme en café ne semble pas sérieusement atteint : on trouve encore très aisément des contreparties ; le trafic a diminué cependant.

La fermeture du *palais des fées* a enlevé à Berlin une importante partie de son ancien trafic à terme en spiritueux : la prudence avec laquelle les commerçants déguisent leur situation, les ordres qu'ils ont reçus, les quantités pour lesquelles ils voudraient se couvrir, montre qu'un trafic à livrer vraiment important n'a su s'acclimater dans le commerce de bureau à bureau et..... au *marché du matin*. Les bordereaux de livraison n'en passent pas moins par de nombreuses mains avant de parvenir au réceptionnaire : un de ceux-ci passa en octobre 1897 par deux cents mains, comme nous avons pu nous en assurer nous-même.

Il y avait, sans doute, quelque chose d'un peu factice dans le trafic à terme en marchandises tel qu'il existait à Hambourg, Magdebourg et Berlin : une partie de l'élément factice a disparu ; le cercle de joueurs est devenu plus restreint ; l'écart entre le comptant et le terme paraît à l'état normal avoir augmenté ; la sorte de prime d'assurance, que celui qui veut se couvrir paie à celui qui accepte de supporter les risques, a, croyons-nous, sensiblement, tout au moins un peu augmenté : nous voyons là une preuve certaine que le trafic est devenu plus *solide*. Puissent les marchés allemands en marchandises, après la suppression de l'institution du registre de bourse, retrouver une excellente clientèle parmi les spéculateurs que l'intervention permanente des joueurs semble avoir profondément découragés : nous connaissons personnellement plusieurs personnes au courant des questions commerciales et de la situation exacte du trafic international ou national en telle marchandise que l'instabilité du marché avait écartées et qui ne refuseront point le concours de leurs capitaux lorsque les marchés de leur ville et d'une place voisine seront quelque peu purifiés.

Nous savons que le registre de bourse ne pouvait jouer un rôle important dans le trafic à terme en peigné de laine du moment où les joueurs s'étaient déjà laissé décourager par leurs pertes : le meilleur remède que l'on ait encore trouvé contre le jeu de bourse !

La disposition pénale qui vise l'incitation au jeu de bourse nous aurait paru heureuse, si sa formule n'avait pas laissé place à des interprétations trop extensives ; et, cependant, si elle a produit quelque effet (ce qu'il est impossible de savoir exactement), elle ne l'a produit que pour avoir laissé dans les esprits la crainte de telles interprétations !

Répetons, pour conclure, que tout le système compliqué du registre de bourse, tous les débats qui se sont produits à son propos méritent d'être retenus comme preuve de ce que l'on se heurtera toujours à des difficultés insurmontables dans la lutte contre le jeu de bourse... alors surtout que l'on voudra

agir contre des commerçants auprès desquels le respect de la loi disparaît sans cesse, c'est-à-dire auprès de mandataires plus probables de joueurs. L'homme rigide ou plus foncièrement honnête supportera, au contraire, d'une façon très dure le poids de la loi.

Le principal remède contre le jeu de bourse doit être recherché dans un développement de la moralité des individus : que l'on sache aussi relever les esprits faibles en leur montrant que la perte de leur fortune est la conséquence fatale et naturelle de leur intervention dans un article dont ils ignorent ou connaissent insuffisamment les conditions économiques. Peut-être n'y a-t-il pas pure utopie à espérer quelques résultats d'un engagement volontaire des notables maisons de chaque place de ne point accepter cette clientèle de hasard qui leur fournit des gains faciles mais finit par entacher le bon renom de leur maison (1).

L'existence d'une certaine technique, le fractionnement du marché sur un certain nombre de types aurait aussi pour effet, tout en rattachant plus étroitement le trafic à terme au trafic effectif, tout en laissant une moindre place aux tromperies, d'écarter quelque peu les joueurs qui se sentiraient mal à leur aise dans ce milieu plus nettement commercial.

(1) Le 27 novembre 1887, 37 notables commerçants en grains de Vienne ont signé un engagement où il était dit expressément « qu'ils feraient un choix de leurs commettants avec la plus grande attention, qu'ils ne tiendraient point compte seulement de la situation matérielle de leurs clients, mais qu'ils considéreraient si la profession, la position sociale et l'intelligence commerciale donnent qualité au donneur d'ordre pour spéculer à terme » ; ils refuseraient d'une façon absolue les ordres « des paysans, des petits commerçants, des ecclésiastiques, des petits employés, des petits fonctionnaires en service, des journalistes, des artistes et des femmes ». « Le résultat de cette entente volontaire fut assez grand », ajoutait le secrétaire général Leinkauf en citant ce fait devant le comité agricole de la Chambre autrichienne des députés (*Stenographisches Protokoll der Expertise über den Terminhandel in Getreide*, p. 14).

CHAPITRE VII

LE MARCHÉ A TERME DE BOURSE EN VALEURS : PROPOSITIONS DE RÉFORME ; LES DISPOSITIONS DE LA LOI DES BOURSES ET LEURS CONSÉQUENCES ; LA SPÉCULATION AU COMPTANT.

- I. — Principes généraux sur le droit de surveiller et d'interdire le trafic à terme : les décisions de la commission d'enquête ; la loi des bourses ; les droits du conseil fédéral et des gouvernements locaux.
- II. — Admission des valeurs au marché à terme : la loi des bourses et les nouveaux règlements de bourse.
- III. — Dangers d'étranglements lorsque l'on admet au trafic à terme des valeurs dont le nombre sur le marché est trop restreint : disposition exigeant un montant minimum de vingt millions de marks de valeur nominale. — Dangers d'une trop intime liaison des entreprises industrielles avec la bourse ; la spéculation sur valeurs à rendements incertains : interdiction du marché à terme de bourse en valeurs industrielles et minières.
- IV. — Conséquences juridiques de toute interdiction d'un trafic à terme : validité du marché conclu ; diverses mesures destinées à empêcher l'établissement en fait d'un trafic à terme en valeurs ou marchandises écartées du marché officiel par la loi, les gouvernements ou le comité directeur de la bourse. L'article 51, al. 1^{er} ; l'article 51, al. 2 ; les marchés à terme se présentant sous la forme ordinaire des marchés à terme de bourse. — Sous quelles formes peut-on opérer sur les valeurs interdites ?
- V. — Résultats pratiques de cette réforme ; à Berlin : les marchés à livrer du droit commercial ; le grand trafic au comptant ; le compte courant au comptant des banques de courtiers : importance de cette dernière institution, ses dangers aux points de vue juridique et économique ; dans les autres villes de l'Allemagne.

VI. — Conclusion : la spéculation a diminué, elle n'en demeure pas moins assez importante ; les fluctuations de cours sont plus sensibles ; l'interdiction du marché à terme de bourse en valeurs industrielles et minières est une des mesures qui ont accentué la concentration du trafic dans les grandes maisons.

I

La commission d'enquête, tout en proposant de donner aux gouvernements locaux un *devoir* général de surveillance, n'en avait pas moins reconnu que les intérêts en jeu dépassaient souvent les limites d'un État et qu'il était dès lors exact et nécessaire de donner aux organes de l'Empire (au Conseil fédéral et au Chancelier) un *certain* devoir de surveillance sur les bourses et leurs institutions (1).

Ce principe trouva dans le projet de loi une expression particulière à propos du marché à terme de bourse, dont l'influence s'étend généralement à travers plusieurs États ou à travers tout l'Empire. L'article 50, alinéa 1, de la loi des bourses dispose que : « le Conseil fédéral peut soumettre un trafic à terme de bourse à telles conditions ou l'interdire pour telles valeurs ou telles marchandises. »

Le Conseil fédéral et les gouvernements locaux (art. 1^{er} de la loi des bourses) ont donc un droit de surveillance sur le trafic à terme de bourse : il devient dès lors doublement impossible que le marché à terme, repoussé dans certains États, puisse, à l'abri des principes généraux du droit et faute de disposition légale, s'établir dans l'Empire ; le gouvernement local agira ou, s'il n'agit point, le Conseil fédéral saura intervenir.

Nous ne pouvons pas apprécier encore les conséquences de cette disposition. Si, au point de vue théorique, l'idée mérite d'être approuvée, la crainte de quelque maladresse, de quelque intervention trop brusque et malheureuse paralyse chez nous l'expression de toute approbation.

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 33.

II

L'admission au marché à terme ne doit pas être prononcée sans motifs suffisants ; les intérêts les plus divers doivent trouver leur expression avant qu'une décision définitive intervienne : aussi la commission d'enquête demandait-elle qu'un règlement du Conseil fédéral fixât les principes généraux que devraient suivre les comités compétents pour prononcer l'admission au marché et à la cote à terme (les comités directeurs des bourses) ; il fallait, disait-elle, imposer la publication dans les journaux, l'affichage à la bourse de la demande d'admission, laisser avant toute décision un espace de temps suffisant pour que critiques ou protestations surgissent dans la presse ou de la part des personnes intéressées, attendre qu'un trafic à terme se soit déjà développé, en fait, durant un certain temps (1).

Le projet de loi ne contenait aucune de ces dispositions ; mais il rendait possible l'intervention d'un règlement du Conseil fédéral du moment où il lui reconnaissait un droit général de surveillance sur le trafic à terme ; la commission parlementaire ajouta la seule disposition devenue l'article 49 alinéa 1^{er}, dans la crainte que l'on ne sût point si c'était le comité directeur des bourses ou le comité d'admission au marché et à la cote qui avait qualité pour prendre une décision : « Sur l'admission de valeurs ou marchandises au marché à terme de bourse décident les organes de la bourse d'après les dispositions détaillées des règlements de bourse. »

Lorsque le gouvernement prussien voulut imposer aux « anciens de la corporation des marchands de Berlin » l'introduction, dans les nouveaux règlements de bourse, de dispositions particulières pour l'admission des valeurs au marché à terme et conformes dans leur ensemble aux principes

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 139.

posés par la commission d'enquête, les protestations furent vives : la publication d'une demande d'admission au marché à terme peut être malheureuse ; lorsque les spéculateurs apprirent, il y a quelques années, que l'on demandait l'admission au marché à terme des valeurs de la société minière *le Phénix*, il y eut un *agiotage effréné* ; il est donc nécessaire *de procéder plus prudemment*. Une disposition imposant d'entendre le comité directeur de la société, dont les valeurs seraient en jeu, ne saurait se comprendre : « ce sont les actionnaires seuls qui sont les propriétaires de l'entreprise et ceux-là seuls ont un intérêt à la façon d'après laquelle on opérera sur les titres (1). » La résistance fut inutile : le nouveau règlement de la bourse de Berlin contient les dispositions suivantes, que nous retrouvons toutes dans le nouveau règlement de la bourse de Francfort (2), tandis que le nouveau règlement de Hambourg renvoie à la loi purement et simplement (3).

Article 26 du règlement de la bourse de Berlin : « Sur l'admission de valeurs au marché à terme de bourse décide d'après les dispositions de la loi des bourses le comité directeur de la bourse en valeurs.... (4).

Les demandes d'admission de valeurs au marché à terme de bourse doivent être publiées, autant qu'elles n'ont point été rejetées, au moins quatorze jours avant la décision, par affiches à la bourse et publications dans la presse. L'admission suppose qu'il y a eu durant un temps assez long un trafic régulier en cette valeur. On doit, de plus, apprécier si quelques autres notables considérations économiques se trouvent en opposition avec l'intérêt du monde de la bourse à l'admission.

Avant l'admission, on doit entendre sur la demande le

(1) *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 30 décembre 1896, n° 10, p. 139.

(2) Art. 20.

(3) Art. 29 : « Sur l'admission des valeurs..... au marché à terme de bourse décide la Chambre de commerce. »

(4) A Francfort, la Chambre de commerce (art. 20).

comité directeur de l'entreprise, des valeurs de laquelle il s'agit.

Les décisions doivent être communiquées sitôt prises au ministre du commerce et de l'industrie.

L'admission prononcée peut être retirée en tous temps par le comité directeur de la bourse à la suite de la cessation de tout notable trafic à terme, comme pour d'autres motifs importants. »

Les principes, ainsi posés, paraissent marquer un progrès très sensible ; en réalité, ils ne produiront que de rares effets, sinon aucun ; le jugement des membres du comité directeur de la bourse se forme d'une façon intéressée ou impartiale dans un sens déterminé ; telle protestation isolée ou collective ne peut le modifier, parce qu'elle se produit sous une forme particulière.

III

La commission d'enquête, « pour mettre fin aux dangers d'un étranglement (1) et pour assurer au trafic la base qui lui est nécessaire » (2), avait proposé d'indiquer quel montant minimum devrait avoir l'ensemble des valeurs pour que l'on pût l'admettre au marché à terme ; ce capital minimum fut fixé, après débats, à vingt millions de marks. Une telle disposition ne se retrouvait pas dans le projet de loi ; elle reparut dans les décisions de la commission parlementaire et est devenue l'article 50, alinéa 2, phrase 2 de la loi des bourses : « le marché à terme en parts d'autres sociétés (que les sociétés minières ou industrielles) ne peut être autorisé que si le capital de ces sociétés s'élève au moins à vingt millions de marks. » C'est là une disposition inutile : les quelques étranglements dont on ait gardé souvenir en Allemagne

(1) Le rédacteur Christians a insisté à maintes reprises dans l'*Economiste allemand* sur les dangers d'un étranglement.

(2) *Berichte und Beschlüsse*.

eurent lieu en des valeurs qui n'étaient point admises au marché à terme ; le résultat d'une telle mesure sera de pousser les fondateurs de maintes entreprises, pour lesquelles un capital de douze ou quinze millions de marks serait suffisant, à émettre des titres pour vingt millions de marks. Cette limite est d'ailleurs trop peu élevée pour produire le moindre effet : un grand nombre de titres est entre des mains fermes ; et, grâce au marché à terme, un étranglement peut être facile à ménager, dans de si faibles limites, avec les ressources des forts capitalistes de notre société moderne.

D'ailleurs voyons le texte même de la loi. Que faut-il entendre par *capital* ? Les seules actions ou aussi les actions de priorité et les obligations ? Cette dernière interprétation qui trouve un appui dans le texte très vague de la loi et dans son adoption tacite par le Reichstag (1), enlève à cette disposition une partie de son importance. Cette interdiction a-t-elle un effet rétroactif ? Ici les travaux préparatoires semblent en opposition avec le texte de la loi. La doctrine négative soutenue par le comité chargé provisoirement de la direction de la bourse de Berlin (2) a été solidement établie par M. Freund (3) ; le nouveau comité directeur de la bourse, heureux de trouver encore une défaillance du législateur, a soutenu la doctrine opposée et continue à coter à terme les valeurs anciennement émises dont le capital ne s'élève pas à vingt millions de marks (4).

Le marché à terme en valeurs industrielles fut devant la commission d'enquête l'objet de spéciales attaques ; le rédacteur Basch, du *National Zeitung*, insista sur ce point que « les industriels et commerçants en fer spéculent en grand

(1) Exposée par les députés de Stromberg et Gamp, cette doctrine ne souleva aucune protestation (*Sten. Ber. der Sitzungen des Reichstages* 6 juin 1896). Cf. Freund, *Die Bestimmungen*, *Monatschrift für Handelsrecht*, 1897, p. 40.

(2) *Vossische Zeitung*, 6 janvier 1897 (*Abendblatt*).

(3) Freund (*Monatschrift für Handelsrecht*, 1897, p. 40).

(4) *Vossische Zeitung*, 20 janvier 1897. Cf. *Frankfurter Zeitung*, 6 janvier 1897 (*Morgenblatt*).

nombre sur les valeurs de l'industrie du fer et règlent souvent les prix de leurs produits d'après la situation de leurs opérations de bourse ; les directeurs de sociétés minières ont parfois vendu une certaine quantité de charbons à des prix minimes dans l'espérance d'attirer une baisse des actions qu'ils avaient personnellement vendues à découvert » ; le même journaliste ajoutait : « le marché à terme en valeurs industrielles est accompagné de tout un appareil de nouvelles, qui met en mouvement la spéculation presque chaque jour... tandis qu'avec le marché au comptant l'offre et la demande règlent plus le cours, de même que le poids de la valeur interne du titre » (1). L'*Economiste allemand* attaqua à maintes reprises le marché à terme en valeurs à rendements incertains, *qui ne sert qu'au jeu*. « Quel est le rôle économique du marché à terme en titres de la Diskontogesellschaft » ? disait en manière d'argument le rédacteur Christians (2).

La commission d'enquête, dont les membres considéraient le marché à terme comme une nécessité soit dans les seules relations internationales, soit d'une façon générale dans le trafic en valeurs (3), ne proposa point une interdiction du marché à terme de bourse en telle catégorie de valeurs (4), mais tint pour nécessaire de rendre encore plus difficile l'admission au marché à terme des valeurs nationales de banques ou de chemins de fer, qui ne sont pas l'objet d'un trafic sur les places étrangères, ainsi qu'en valeurs industrielles (5), et réserva le droit de décider de l'admission non pas aux comités directeurs des bourses mais aux *comités d'émission*, « dans

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 990.

(2) Voir notamment, *Der deutsche Ökonomist*, 25 janvier 1896.

(3) *Berichte und Beschlüsse*, p. 110 et s.

(4) Material, *Uebersicht der abgelehnten*, p. 36. La proposition de M. de Cuny : « Les valeurs industrielles (y compris les valeurs minières) ne peuvent être admises à la cote à terme », inspirée par le désir de fixer « des limites franches entre l'industrie et la bourse », fut repoussée par la commission.

(5) *Berichte und Beschlüsse*, p. 140.

lesquels sont représentés les intérêts généraux, notamment les intérêts du public qui achète des valeurs » (1).

Le projet de loi écartait toutes ces dispositions. Les débats sur la question de savoir quelles restrictions on apporterait au champ normal du marché à terme en valeurs n'en furent que plus vifs devant la commission parlementaire (2). On y rejeta de suite, comme trop platonique, une proposition d'après laquelle l'on devrait interdire le marché à terme en valeurs de sociétés sur la demande de la majorité des actionnaires. Les débats se concentrèrent sur trois motions : le maintien pur et simple de l'ancien état de chose ; l'interdiction du marché à terme en valeurs de toutes sociétés, le Conseil fédéral ayant la faculté de lever cette interdiction ; l'interdiction du seul marché à terme en valeurs industrielles et minières

D'une part, on trouvait suffisant le droit reconnu au Conseil fédéral d'interdire le marché à terme en telles ou telles valeurs ou espèces de valeurs ; diminuer le champ de la spéculation aurait pour conséquence d'augmenter d'une façon peut-être dangereuse la spéculation sur les autres valeurs.

D'autre part, sans nier que le marché à terme en valeurs empêcha souvent de brusques fluctuations de cours et qu'il facilita les paiements de place à place, on croyait que là *s'arrêtaient les avantages du marché à terme*. On insista également, d'une façon très spéciale, sur le trouble que jette celui-ci dans le développement des entreprises industrielles.

La commission parlementaire, inspirée, sans doute, par l'histoire du marché berlinois où les valeurs à rendements incertains et notamment certaines valeurs industrielles et minières étaient devenues parfois l'objet d'une *sauvage* spéculation, proposa une interdiction du trafic à terme limitée à ces dernières valeurs, bien que les associations des personnes les plus immédiatement intéressées à la suppression du marché à terme en valeurs minières s'y fussent

(1) *Eod. loc.*, p. 141.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, 1895-96, n° 246, p. 32.

montrées défavorables ou accueillirent la nouvelle disposition sans le moindre enthousiasme (1).

Le Reichstag vota l'amendement proposé par la commission parlementaire; c'est ainsi que la loi des bourses contient, en son article 50, alinéa 2, phrase 1, la disposition suivante : « le marché à terme de bourse en parts d'entreprises minières ou industrielles est interdit. »

Comme la loi, d'après sa teneur même, ne vise que les *parts d'entreprises minières ou industrielles*, elle ne s'applique pas aux parts de *Trustgesellschaften*, plus connues sous le nom d'*Omniungesellschaften*; c'est ainsi que les parts du *Dynamit Trust* ont pu être admises, depuis peu, au *marché à terme* (2).

Est-il possible de voir là un moyen de tourner directement la loi? Non, le gouvernement local, en vertu de son droit de surveillance, et le Conseil fédéral, en application de l'article 50, alinéa 1, pourraient aisément mettre ordre à un tel état de chose.

Nous allons réserver notre attention aux conséquences juridiques et pratiques de cette interdiction, non sans affirmer tout d'abord qu'il est fort difficile, sinon impossible de bien comprendre pourquoi le marché à terme en valeurs de chemins de fer et de banques n'a pas eu le même sort que le marché à terme en valeurs industrielles et minières; du moment où l'on reconnaissait l'inutilité et les dangers de l'un, il fallait reconnaître l'inutilité et les dangers de l'autre!

IV

Les conséquences juridiques de l'absence d'admission de valeurs ou marchandises au marché à terme de bourse sont

(1) Les réponses, que ces associations nous ont communiquées, ne sont malheureusement pas motivées.

(2) *Frankfurter Zeitung*, 6 janvier 1897 (*Morgenblatt*).

identiques à celles que la loi attache à leur absence d'admission au *marché*; nous n'avons donc point à insister sur elles.

L'article 52 de la loi (1) vient cependant reconnaître aux autorités chargées de la surveillance de la bourse le droit de traiter de la même façon qu'un trafic à terme en valeurs ou marchandises pour lesquelles un trafic à terme est interdit, tout trafic à terme *de fait*: une disposition telle que celle-ci était absolument nécessaire pour empêcher un important trafic sur le marché libre, hors de la surveillance immédiate du gouvernement, des autorités locales et du comité directeur de la bourse.

Les conséquences juridiques que la loi attache à la conclusion d'opérations à terme de bourse sur les diverses valeurs ou marchandises exclues d'un trafic à terme officiel par la loi elle-même, le Conseil fédéral, le gouvernement local ou le comité directeur de la bourse, ne sont point les mêmes que celles qu'elle attache à la conclusion de marchés à terme de bourse de la part de personnes qui ne sont point inscrites au registre. Les opérations conclues sur les marchandises ou valeurs écartées du marché à terme officiel sont valables; il ne peut s'agir de subordonner leur validité à l'inscription des parties au registre, puisque, des conditions exigées par la loi des bourses pour qu'il y ait *marché à terme de bourse* (art. 48), l'absence de cote officielle est certaine; l'exception de jeu, de même que celle d'erreur ou de violence, persiste et paralysera parfois toute action en justice (2); le législateur a préféré à un refus de validité toute une série de dispositions rendant très difficile l'établissement à la bourse d'un trafic à terme.

Allait-on ajouter, comme pendant à l'exigence de l'ins-

(1) « L'admission de marchandises ou valeurs en marché à terme de bourse n'est-elle point demandée, un marché à terme ayant lieu en fait peut être interdit par les autorités chargées de la surveillance de la bourse avec les conséquences indiquées dans l'article 51. »

(2) L'exception différentielle, et, par conséquent, l'article 764 du nouveau Code civil allemand, trouve ou trouvera ici, à partir de 1900, son application.

cription au registre du spéculateur opérant à terme à l'étranger, la nullité du marché à terme de bourse conclu à l'étranger sur une valeur dont le trafic à terme de bourse était interdit à l'intérieur de l'Empire? Le comte Arnim-Muskau demanda (1) vainement au Reichstag une mesure en ce sens, que compléterait cette disposition : « L'on ne délivrera point la formule exécutoire aux jugements de tribunaux étrangers relatifs aux opérations à terme interdites par cette loi. » Toutes les fois que le spéculateur opérera à l'étranger, selon les principes du marché à terme de bourse, sur des valeurs exclues en Allemagne du trafic à terme de bourse, le fait de l'inscription ou de la non-inscription des parties au registre de bourse déterminera le juge à reconnaître ou non une action en justice : la disposition de l'article 66 est si générale qu'elle trouve certainement ici son application.

L'article 51 dispose en son alinéa 1^{er} : « Autant que le marché à terme de bourse en certaines valeurs ou marchandises a été interdit par cette loi ou par le Conseil fédéral ou son admission refusée définitivement par les organes de la bourse, les opérations à terme de bourse en ces marchandises ou valeurs seront exclues de l'emploi des institutions de la bourse et ne devront pas être l'objet de l'entremise de la part des courtiers des cours. Des listes de prix (cotes) ne doivent pas, également, être publiées pour de telles opérations, si elles sont conclues à l'intérieur du pays, et ne doivent pas être répandues après multiplication à l'aide de quelque procédé mécanique. » La sanction de cette dernière interdiction est écrite dans l'article 77 de la loi des bourses qui punit d'une amende pouvant atteindre 1000 marks ou de la prison jusqu'à six mois quiconque aura enfreint l'article 51.

« La première disposition de l'article 51 est incompréhensible parce qu'il est de la nature du marché à terme de bourse que les conditions d'affaires soient fixées par le comité de la bourse et qu'il y ait fixation officielle des cours. De tels mar-

(1) Séance du Reichstag du 5 juin 1896 (*Stenographische Berichte der Sitzungen des Reichstages*).

chés à terme de bourse ne peuvent donc pas exister, si le marché à terme de bourse est interdit (1). » On ne saisit donc point quels peuvent être le sens et la portée de l'article 51, alinéa 1^{er}, phrase 1.

La seconde partie de l'article 51, alinéa 1^{er}, ne vise que les *listes de prix* ; elle ne vise pas les prix de telle valeur spécialement déterminée. Elle n'atteint pas non plus les cotes étrangères, ce qui permet d'attirer les joueurs sur les places voisines du territoire national ! Les banquiers ont le droit de publier des *propositions*, des listes contenant les prix auxquels ils achètent ou vendent telle valeur, même pour les purs *marchés à terme de bourse* ! On peut publier les cours de *marchés à livrer du droit commercial* ! Le champ reste donc assez libre pour les hommes habiles.

On pouvait craindre qu'il ne s'établît en fait à la bourse tout un trafic à terme de bourse, c'est-à-dire, un trafic à terme ne répondant point exactement à la définition donnée dans l'article 48 de la loi des bourses mais suivi cependant de règlements identiques. L'article 51 se termine par cette disposition : « De même, un marché à terme de bourse indépendamment de l'intervention des organes de la bourse est exclu de la bourse s'il se présente sous les formes ordinaires pour marchés à terme de bourse. » Disposition plus obscure que toute autre : « Malheureusement personne ne sait quelles sont les formes ordinaires pour marchés à terme de bourse » s'écrie un des secrétaires de la Chambre de commerce de Hambourg (2), en se faisant l'interprète de tous les jurisconsultes de l'Allemagne !

M. Henri Schumacher ne tenait aucun compte de cette disposition pour déterminer quelles formes de contrat restaient permises pour les valeurs ou marchandises interdites (3).

(1) *Jahresbericht der Handelskammer zu Hamburg über das Jahr 1896*, p. 12.

(2) *Jahresbericht der Handelskammer zu Hamburg über das Jahr 1896*, p. 13.

(3) V. chapitre VI, n° III.

M^e Staub, l'éminent commentateur du Code de commerce allemand, une des plus hautes notabilités du barreau berlinois, protesta contre cette interprétation de la volonté du législateur (1). Il montra, en s'appuyant sur l'article 51, § 2, que la disparition d'une cote officielle ne suffisait pas pour permettre à la bourse des opérations voisines des opérations à terme de bourse toutes les fois qu'il s'agissait de valeurs ou marchandises dont le trafic à terme de bourse était interdit. « L'on ne pouvait donc point venir ainsi en aide au trafic légitime. » M^e Staub rapproche l'article 48 de la loi des bourses de l'article 357 du Code de commerce et considère comme visés par l'article 51, § 2, tous les marchés à terme fixe ; restent donc permises pour les valeurs en marchandises interdites les seules *opérations à terme sans caractère fixe* (articles 354-356 du Code de commerce). Cette doctrine a le double avantage de prolonger les doctrines classiques : l'on avait fini par considérer le marché à terme de bourse comme le type du marché à terme fixe ; et de se trouver d'accord avec la volonté du législateur : les marchés différentiels ne sont-ils pas plus nombreux lorsque les marchés à terme sont conclus à date fixe et que les droits sont, au cas d'inexécution, ceux de l'article 357 du Code de commerce ?

M. Freund a poussé plus avant dans l'étude des signes caractéristiques des marchés se présentant sous la forme ordinaire des marchés à terme de bourse : celui-ci considère comme « décisif qu'à la suite d'un marché le même résultat économique soit obtenu sur la même base juridique que celle du marché à terme organisé officiellement ou sur une base voisine » ; « la forme ordinaire pour marchés à terme de bourse est un contrat à terme fixe, sur la base de quantités fixes et de conditions déterminées par avance d'une façon générale » (2).

(1) *Juristische Rundschau*, dans le *Deutsche Juristen Zeitung* du 15 septembre 1896. La réponse de M. Schumacher n'est pas du tout concluante (*Das Verbot des Getreideterminhandels*, *Preussische Jahrbücher*, novembre 1896).

(2) *Die Bestimmungen* (*Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen*, 13 février 1897).

Ces principes sont en général exacts. Le législateur a voulu qu'on « s'opposât, par quelque mesure de police, à toute tentative de tourner les dispositions de la loi en créant des formes nouvelles en apparence » (1). Mais n'est-ce pas là une notion très vague, si vague même qu'elle semble vouloir percer jusqu'à l'intention des contractants ! Il est bien certain, cependant, que l'on n'a point songé à atteindre les *marchés au comptant*, ni même tous les marchés à terme, d'une façon générale : la distinction proposée par M. Staub est ici plus sûre que toute autre ; les marchés réglés par les conditions pour marchés à terme non fixe demeurent permis ; quant aux marchés à terme fixe, ils peuvent être considérés par suite de leur voisinage des opérations à terme de bourse comme des opérations se présentant sous la « forme ordinaire des marchés à terme de bourse ».

La démarcation est, cependant, trop franche dans la doctrine de M. Staub (2) ; si elle est atténuée par M. Freund d'une façon artificielle : l'existence d'une quantité d'usage ne paraît ici nullement caractéristique ; elle l'est aussi, d'une façon heureuse : l'existence de tout un système de conditions communes à de nombreuses maisons doit être considéré comme nécessaire.

L'article 51, § 2, vise donc les marchés réglés d'après les dispositions pour marchés à terme fixe, lorsqu'ils sont conclus « d'après des conditions déterminées par avance d'une façon générale ».

La conclusion à la bourse de tels marchés peut donner lieu notamment à une action disciplinaire (3).

(1) *Drucksachen des Reichstages*, 1895-1896, n° 14, p. 48.

(2) Il est probable que M^e Staub est plus nettement de notre avis que nous n'avons l'air de le croire, car il a traité la question de savoir dans quelles conditions on peut établir un *trafic* à livrer.

(3) *Drucksachen des Reichstages* 1895-1896, n° 14, p. 48.

V

Les plus importants marchés allemands ne pouvaient se contenter d'un trafic au comptant, se présentant sous une forme identique au trafic au comptant ordinaire ou sous une forme très voisine, alors surtout qu'il s'agissait de valeurs aussi *spéculatives* que la majorité des valeurs des grandes entreprises industrielles ou minières : le champ d'action aurait été trop étroit, les engagements trop lourds ; il fallait faciliter par quelques mesures la spéculation à la baisse, et même la spéculation à découvert.

Berlin, plus spécialement atteinte par la nouvelle interdiction, établit pour les valeurs exclues du *marché à terme de bourse* un *trafic à livrer du droit commercial*, qui n'a jamais pu prendre une vraie importance et surtout un *grand marché au comptant* (*Gross-Kassa-Geschäft*), lequel s'est acclimaté grâce au *marché au comptant en compte-courant* (*Kassa-Kontokorrentgeschäft*) des banques de courtiers (1).

Un *trafic à livrer du droit commercial* sur la base des formulaires que nous avons rencontrés dans le nouveau trafic à livrer, qui ne veut pas être un *trafic à terme de bourse*, afin d'éviter l'inscription au registre, ne pouvait pas facilement se développer *à la bourse* sous la forme même de trafic à livrer sans terme fixe (articles 354 à 356 du Code de commerce) : si rien ne s'y opposait pour la majorité des jurisconsultes, ne pourrait-on pas voir là, un jour, quelque trafic sous la *forme ordinaire du trafic à terme de bourse* ; le gouvernement n'interviendrait-il pas, en vertu de son droit de haute surveillance, pour empêcher une violation aussi évidente de l'esprit de la loi ; l'existence d'un délai de grâce,

(1) Sur ces points, il n'y a jusqu'à ce jour que l'article de Lœb, *Die Wirkungen*, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, 3^e série, t. XIII, p. 731, simple, clair, mais très court et très incomplet.

comme les lenteurs d'une exécution forcée n'étaient pas aussi pour plaire beaucoup à de nombreux banquiers.

Le *grand marché au comptant* est une institution originale : il fait ressusciter sur le *marché libre* (*im freien Verkehr*), à côté du marché officiel, un trafic qui ne connaît que les quantités fixées jadis par les *conditions pour marchés à terme* et dont les cours suivent les fluctuations de l'offre et de la demande, au lieu d'être l'expression *unique* (1) de la situation du marché en un jour déterminé.

Il n'est pas facile de saisir les avantages immédiats d'une telle institution ; ceux-ci sont cependant déjà fort sensibles : d'une part, concentration de l'activité sur des quantités déterminées et leurs multiples, de l'autre répartition du trafic pendant toute la durée de la bourse ; ses avantages indirects sont plus importants : on peut obtenir la cote officielle pour ce trafic, puisqu'il ne s'agit pas d'un trafic interdit et que la cote doit refléter la situation réelle du marché (art. 29, al. 3 de la loi). L'existence d'une cote officielle qui contient une expression de la fluctuation des cours rendait possible aux commissionnaires de se présenter eux-mêmes personnellement comme contreparties de leurs clients durant toute la bourse (art. 61, al. 1 de la loi).

Restaient encore de gros obstacles à surmonter. L'éparpillement, à travers tout le mois, de règlements de compte serait gênant pour les banquiers et dangereux pour les spéculateurs : les calculs d'intérêts se compliqueraient sans fin ; les commissionnaires connaîtraient difficilement leur vraie situation ; les *corners* seraient des dangers permanents avec des engagements échelonnés, fractionnés. Une liaison étroite de chaque acte de spéculation à la hausse avec un retrait de titres du marché supposerait un flottant énorme, même dangereux : triste contrepois à la spéculation à la hausse que le poids même des titres que la spéculation devrait détenir et abandonner plus ou moins brusquement à la première crise !

(1) V. III^e partie, ch. II, n^o V.

La spéculation à la baisse ne pourrait prendre un développement notable sans l'établissement en système de la spéculation à crédit. Toutes ces difficultés trouvèrent une solution généralement heureuse : avant l'entrée en vigueur de la loi, les trois *banques de courtiers de Berlin* (1) établirent sous le nom de *trafic en compte courant* un service spécial pour les valeurs qui ne pourraient plus être l'objet d'un *trafic à terme de bourse*, en vertu de l'article 50, alinéa 2, de la loi des bourses.

Voici les principes du nouveau trafic (2), qui a lieu sur la base du grand trafic au comptant :

(1) Sur les banques des courtiers voir III^e partie, chapitre II, n° IV.

(2) Conditions auxquelles les « banques de courtiers » de Berlin « ouvrent un compte courant » et que doivent accepter les clients de celles-ci :

I. Toute opération sur valeurs minières ou industrielles est une opération au comptant et est soumise aux conditions de bourse en vigueur d'une façon générale pour le règlement et l'exécution des marchés au comptant.

II. Dans le cas où l'acheteur de tels effets désirerait une avance pour atteindre le montant intégral, ou le vendeur l'intérêt du montant intégral, nous sommes disposés à répondre à de tels vœux, si on en fait déclaration de suite après l'exécution du marché.

III. S'agit-il de notre section en compte courant, nous envoyons, jusqu'au jour suivant, à l'acheteur un compte où il est débité pour le montant intégral moyennant l'intérêt courant et où il est, en ce qui concerne les valeurs, reconnu créancier d'un compte de titres, au vendeur un compte où il est reconnu créancier du montant intégral produisant l'intérêt courant et où il est, en ce qui concerne les valeurs, débité pour un compte de titres.

IV. Le taux de l'intérêt est fixé selon entente. A défaut d'autre entente, il est fixé, jusqu'à nouvel ordre en débet, au taux de l'intérêt en banque, en crédit, un pour cent au-dessus et il est calculé en débet au taux le plus élevé, en crédit au taux le plus bas jusqu'à la fin du mois.

V. La situation en argent ou effets n'est pas jusqu'à la fin du mois courant dénonçable pour chaque partie. Au plus tard cinq jours ouvrés avant l'expiration du mois, doit avoir lieu la déclaration de renonciation à l'avance, c'est-à-dire à l'actif, ou l'entente sur l'intérêt qui sera applicable au solde durant le mois prochain. L'annonce de la renonciation a-t-elle lieu, le règlement du compte courant s'effectue le dernier jour du mois par la livraison des titres contre acquittement du solde en argent. La situation est-elle, à la fin du mois, identique au débet et au crédit, les deux parties sont autorisées à exiger l'égalisation du solde au premier jour ouvré du mois prochain.

VI. Le règlement définitif de tout compte courant a lieu chaque tri-

Veut-on spéculer à la hausse sur telle valeur industrielle ou minière, dont le trafic à terme est interdit par l'article 50, alinéa 2, sur telle valeur du *Montanmarkt* selon l'expression courante? On donne directement à un agent d'une banque de courtiers ou on lui fait remettre par un banquier en relations avec une telle banque l'ordre d'en acheter au comptant tel multiple de la *quantité d'usage* (Schluss; généralement : 15,000 marks de valeur nominale); puis, on déclare, aussitôt, se référer aux conditions de la banque pour le trafic en compte courant. Le courtier envoie dans un bref délai un quadruple bordereau, contenant les conditions de l'opération de bourse conclue, et, de l'autre, l'annonce que les titres sont inscrits à l'actif du client *au compte des valeurs* et que la somme due est inscrite au compte courant comme prêtée à tant pour cent (généralement *le taux de l'intérêt en banque*).

mestre.

VII. Si un de nos contractants ne paie point son solde, ne livre pas les valeurs dont il est débiteur au compte de titres, aussitôt que l'arrêt du compte courant a été entendu, nous sommes autorisés à arrêter le compte courant, sans procédure judiciaire par l'égalisation du compte de titre par voie de vente forcée, selon les conditions du paragraphe 14 pour opérations au comptant à la bourse en valeurs de Berlin, et à exiger aussitôt du contractant en défaut tout solde en notre faveur.

VIII. Un de nos contractants suspend-il ses paiements ou tout au moins devient-il insolvable, ce que l'on doit admettre surtout lorsqu'il entre en relations avec ses débiteurs pour régler hors justice ses engagements, nous sommes autorisés à clore le compte courant sans autre avis et à égaliser le compte courant par vente ou achat forcé à la bourse du jour où l'insolvabilité nous a été connue ou au jour suivant immédiatement celui-ci.

Ce règlement forcé a lieu à notre choix par opération conclue par nous ou par l'intermédiaire d'un courtier des cours et il en sera donné avis au contractant par lettre recommandée.

Une ouverture ultérieure de faillite ne rend pas nul un tel règlement forcé.

IX. Aussi longtemps que court un compte courant, le compte de titres garantit le compte courant et inversement.

X. En application de l'article 2 de la loi de dépôt du 5 juillet 1896, nous déliions de l'obligation de donner le numéro des effets entrant au compte des valeurs.

XI. Tous frais de timbre pour opération au comptant à cours fixe tombent à notre charge.

Veut-on, au contraire, spéculer à la baisse ? On donne à un agent d'une *banque de courtiers* l'ordre de vendre tant de titres de telle espèce et l'on se réfère au trafic en compte courant : on échange des bordereaux contenant les conditions du marché ; la banque de courtiers se reconnaît créancière du montant total du prix de vente, produisant tel intérêt (généralement 1 0/0 en moins du taux de l'intérêt en banque) et le client débiteur des titres.

Quelques jours avant la fin de chaque mois, les spéculateurs doivent prévenir la banque s'ils veulent prolonger leur situation ; au *jour de la fixation*, il est fixé une *contre-valeur* (Gegenwerth), c'est-à-dire la valeur actuelle du nombre de titres composant l'unité d'usage, qui sert de base aux opérations de liquidation, fait fonction de cours de liquidation : celui qui veut continuer à spéculer devient de suite débiteur ou créancier de la différence entre le prix auquel il a opéré originellement et la contre-valeur, à laquelle on ajoute ou dont on défalque les intérêts dont il est débiteur ou dont il est créancier.

Deux dispositions des *conditions* des banques de courtiers sont très spécialement importantes et permettent l'établissement d'un vrai trafic sous ces formes nouvelles ; il est impossible, à moins de circonstances anormales, de régler les situations avant la fin du mois (n° V) ; les spéculateurs n'ont point un droit de propriété sur les titres achetés ou pris en dépôt pour leur compte (n° X). Une liquidation centrale devient possible ; les compensations, les règlements pécuniaires deviennent nombreux. Le flottant n'a pas besoin d'être extrêmement considérable ; un grand nombre d'opérations a lieu, en réalité, à découvert. C'est bien là, sauf de notables gênes, un trafic à terme de bourse au point de vue économique.

Le trafic au comptant sur les valeurs importantes du *montanmarkt* se concentre maintenant dans les banques de courtiers, qui font de purs marchés au comptant, vraie nouveauté, puisque le sens de ces banques est de fournir

une contrepartie de solvabilité certaine. L'importante circulation que nécessite le nouveau trafic, met les banques de courtiers à même de répondre aisément aux offres et aux demandes de titres.

Les banques ordinaires font une certaine concurrence aux banques de courtiers : ont-elles de l'argent disponible ? elles préfèrent toucher elles-mêmes le *taux de l'intérêt en banque*, si leurs clients spéculent à la hausse. Plusieurs maisons de courtiers libres opèrent avec leur clientèle dans des conditions presque identiques à celles des banques de courtiers.

Il ne peut s'agir ici d'un *trafic à terme de bourse* au sens de l'article 48 de la loi des bourses : il manque, tout au moins, des *conditions fixées par le comité directeur d'une bourse pour marchés à terme de bourse*.

Y a-t-il ici un trafic à terme visé par l'article 51, alinéa 2, de la loi des bourses, un « trafic à terme se présentant sous les formes ordinaires d'un trafic à terme de bourse ? » M. Freund le croit, « car, en réalité, les parties se créditent argent et titre à un délai fixe, déterminé par les usances, qui coïncide avec le délai des usances pour marchés à terme de bourse » ; n'opère-t-on point d'ailleurs sur les mêmes quantités que dans l'ancien trafic à terme ; toutes les clauses, visant le règlement et l'exécution des marchés, ne cadrent-elles pas mal avec un trafic au comptant et ne ressuscitent-elles point les règlements par différences (1) ? Cette doctrine ne nous paraît point exacte parce qu'il n'y a point *simultanéité* ni forcée, ni prévue entre la conclusion du marché au comptant et la soumission aux conditions pour le trafic en compte courant ; l'article 2 de celles-ci ne dit-il point : « si on en fait déclaration de suite *après* l'exécution du marché » ; et l'existence d'un important trafic au comptant de la part des *banques de courtiers* doit faire écarter une sorte de présomption qui serait souvent contredite par les faits.

Il serait, en tous cas, d'une grande maladresse de faire ici

(1) Der Börsenterminhandel. *Monatschrift für Handelsrecht*, 13 février 1897.

application de l'article 51, alinéa 2 : les banques de courtiers n'auraient, pour se mettre à l'abri de toute atteinte, qu'à supprimer le terme fixe dans leurs conditions, tout en le conservant, en fait, à la suite d'ententes tacites avec les banquiers de la place, tandis que les conditions actuelles s'appliqueraient toujours dans les relations entre les personnes étrangères à la bourse et les banquiers. L'exception de jeu peut-elle être invoquée contre de tels marchés ? Nous n'en doutons point, toutes les fois que les parties auront eu, l'une l'intention de jouer, l'autre connaissance de cette intention. L'exception différentielle pourrait trouver ici son application.

N'y avait-il pas quelque moyen d'empêcher la persistance de l'exception de jeu ? Sa disparition absolue est presque impossible toutes les fois qu'il s'agit d'un système organisé ; l'exception de jeu pourra toujours être invoquée par suite de la mauvaise foi des parties ; l'exception de jeu n'en disparaîtrait pas moins cependant, d'une façon presque définitive, en pratique, si l'on dissociait complètement l'opération de bourse et l'opération de banque. Un aimable directeur d'une banque de courtiers, devant lequel nous nous étions étonnés de voir les banquiers berlinois manquer ici de leur ingéniosité ordinaire, nous déclara que l'on avait bien songé à parfaire ainsi la nouvelle institution mais que la loi de timbre avait enlevé aux commerçants leur liberté d'action : la perception d'un nouveau droit aurait diminué encore le nombre d'opérations qui seraient susceptibles d'être fructueuses. Les banques de courtiers se trouvent d'ailleurs exposées à de moindres dangers puisqu'elles ont une clientèle composée uniquement de banquiers, lesquels ne songeront jamais à invoquer quelque exception vis-à-vis de cette contrepartie, alors même que leur mandant se retrancherait derrière une exception de jeu ou une exception différentielle. Elles imposent cependant un règlement trimestriel : que le banquier meure laissant comme héritiers des mineurs et le nouveau tuteur *pourra*, selon certains *devra* refuser le paiement de toutes différences dues depuis le dernier arrêt du compte courant !

La spéculation sous cette nouvelle forme devient généralement plus avantageuse pour les mandataires des parties, et plus rarement productive pour les mandants : les maisons de banque peuvent assez aisément se procurer de l'argent à un taux inférieur à celui qu'elles comptent à leurs clients qui spéculent à la hausse ; elles gagnent, alors, non seulement leur provision mais la différence entre les taux de l'intérêt ; elles n'ont pas fort à craindre une exception de jeu, surtout si elles donnent à quelque autre banque les titres remis, au lieu de les prendre elles-mêmes en lombard.

Il devient, dès lors, plus rare que la spéculation soit productive : il faut, pour se hasarder, être un joueur ou attendre une forte fluctuation des cours : toutes les opérations, qui étaient si utiles pour égaliser les cours à travers le temps (ces purs reports ou ces reports plus ou moins dissociés, c'est-à-dire des actes faits avec deux personnes différentes pour arriver au même résultat qu'avec un report) ont complètement disparu avec la disparition de toute cote à terme. Le trafic légitime est fortement atteint, en circonstances normales ; le trafic peu respectable demeure toujours assez florissant !

Les banquiers de Hambourg, moins atteints sans doute que ceux de Berlin par l'interdiction du marché à terme en valeurs industrielles et minières, ne font plus sur les valeurs interdites que des *marchés au comptant*. Leurs bordereaux portent les mentions suivantes : « Livraison comptant : payable avec les intérêts à.... 0/0 sur le prix d'achat jusqu'au jour où l'on lèvera les titres. Les titres peuvent être annoncés au choix du vendeur, tous les jours jusqu'au plus tard, le , et levés par l'acheteur le troisième jour ouvré après l'annonce effectuée.

Les annonces peuvent avoir lieu jusqu'à 2 heures 1/2 de l'après-midi.

Remarque spéciale : à régler selon les usances générales pour le trafic en valeurs d'après les conditions pour les marchés au comptant. »

C'est sur cette base que s'est développé à la bourse de Hambourg un trafic de quelque importance ; le vendeur a ainsi la faculté d'opérer à couvert ou à découvert ; en réalité les règlements n'ont lieu qu'au *dernier jour du mois* désigné comme dernier jour d'échéance.

A la bourse en valeurs de Cologne, on emploie des formes presque identiques ; à la suite d'une entente, les titres ne sont pas exigés avant la fin du mois ; les intérêts du prix d'achat courent depuis le jour du contrat jusqu'au jour d'échéance.

VI

L'expérience tentée par la loi du 22 juin 1896, en interdisant le marché à terme de bourse en valeurs industrielles et minières, n'a pas donné d'excellents résultats : on spéculait moins, mais d'une façon cependant sensible, et les fluctuations de cours sont devenues plus grandes. Il faut reconnaître que les difficultés pratiques, auxquelles on se heurte toujours dans le commerce lorsqu'on n'interdit qu'une forme de contrat, comme d'ailleurs la maladresse du législateur allemand, rendent l'expérience elle-même médiocrement probante ; le développement en système du prêt sur titres a pris, grâce surtout aux *banques de courtiers*, une grande importance et a paralysé, en majeure partie, l'effet attendu, en permettant la persistance de tout un élément spéculatif, qui n'aurait pas persisté en circonstances normales.

Les enseignements généraux, que nous pouvons retirer de cette expérience, sont cependant multiples : la combinaison de marchés au comptant avec un prêt sur titres est sensiblement plus pratique qu'on ne se le figurait tout d'abord ; tant que la spéculation demeure attachée à une valeur la forme de la spéculation à terme est moins néfaste pour le détenteur de titres, qui peut toujours vendre à un cours correspondant assez étroitement à leur vraie valeur, tandis qu'avec une forte spéculation au comptant, il peut profiter

d'une hausse mais aussi souffrir d'une baisse qui n'a d'autres motifs qu'un règlement de situation ; l'agiotage est beaucoup plus facile sous la forme de marchés au comptant, un corner peut avoir lieu plus aisément faute d'un flot énorme de transactions qui empêche une connaissance exacte des positions. Les courtiers qui opèrent comme les dealers londoniens ont sensiblement accentué l'écart entre le prix auquel ils vendent et celui auquel ils achètent (1) ; ce qui prouve, en partie, que les fluctuations sont devenues plus grandes, en partie également qu'une opération semblable et inverse est devenue plus difficile à conclure sur un marché plus étroit.

Le résultat le plus certain de l'interdiction du marché à terme en valeurs industrielles et minières est l'accentuation du triomphe des grandes banques sur les banques petites et moyennes : la liaison de capitaux devient souvent nécessaire ; les banques de courtiers ne sont point disposées à faire grand crédit à des maisons n'offrant pas la garantie d'énormes capitaux, car la notion de confiance personnelle a sur le marché allemand une bien moindre place que sur le marché français. Peut seul être mandataire de nombreux spéculateurs le détenteur de grands capitaux.

(1) Lœb, Die Wirkungen des Börsengesetzes (*Jahrbücher für National-ökonomie und Statistik*, III^e série, t. XIII, p. 732).

CHAPITRE VIII

LE MARCHÉ A TERME DE BOURSE EN PRODUITS ET MARCHANDISES ; DIVERSES PROPOSITIONS DE RÉFORME ; L'INTERDICTION DU MARCHÉ A TERME DE BOURSE EN GRAINS ET PRODUITS DE LA MINOTERIE ; LES DISPOSITIONS DE LA LOI DES BOURSES ET LEURS CONSÉQUENCES.

- I. — Admission des marchandises et des produits au marché et à la cote à terme : la loi et les nouveaux règlements de bourse.
- II. — Campagne menée contre le marché à terme de bourse en peigné de laine lors du vote de la loi des bourses et depuis ; pourquoi elle n'a point abouti.
- III. — Fixation des qualités livrables en vertu de marchés à terme de bourse en grains ; proposition de la commission parlementaire tombant après l'interdiction du marché à terme de bourse en grains. L'exigence de la désignation de l'espèce et du lieu de production ; cette mesure touche d'assez près la vraie réforme à faire : sectionner le trafic sur plusieurs types sans cependant fractionner trop le marché en chaque produit, tout au moins préciser les désignations des usances.
- IV. — Campagne contre les marchés à terme de bourse en grains et produits de la minoterie ; interdiction de tels marchés ; l'intention du législateur.
- V. — Quels marchés interdit l'article 50, al. 3 ? Renvois et rappels ; l'interprétation de M. Ruhland et de la fédération des agriculteurs.
- VI. — Les formulaires pour *marchés à livrer du droit commercial* en grains et produits de la minoterie : leurs principales clauses ; leur nature économique. Les protestations des agrariens : la vente des seuls produits sur lesquels on a actuellement un droit de disposition. — Le trafic en grains à Berlin avant la fermeture du palais des fées et depuis lors.
- VII. — Conséquences économiques de l'interdiction du marché à terme en grains et produits de la minoterie : l'absence de cours à terme ; la baisse des prix.

VIII. — Diverses propositions de réforme et diverses dispositions de la loi des bourses visant quelques pratiques dolosives ; leur influence si le législateur n'avait point interdit le marché à terme en grains et produits de la minoterie.

IX. — Conclusion. — Attaques à travers tout le monde contre la spéculation sous la forme de marchés à terme de bourse ; de l'exigence d'un droit de disposition ; de la validité des marchés à terme entre les seules personnes habitant la place où l'on a opéré. Les seuls ennemis ce sont les joueurs, parfois, mais à titre exceptionnel, les vrais agioteurs.

I

Les principes généraux que nous avons vus à propos du droit d'interdire ou de soumettre à telles conditions le marché à terme de bourse en valeurs trouvent ici leur application ; le conseil fédéral a le même rôle lorsqu'il s'agit de marchés à terme en marchandises ou produits.

La commission d'enquête considéra que « l'admission d'une marchandise au marché à terme change complètement les bases du trafic et atteint ainsi les intérêts de tous ceux qui, jusqu'alors, ont pris part à ce commerce ». Elle reconnut également que, « lorsqu'il s'agit de marchandises qui sont produites ou manufacturées à l'intérieur du pays, les producteurs et les manufacturiers nationaux sont intéressés au plus haut point dans la question de savoir si on introduirait le marché à terme et sous quelles conditions générales aurait lieu le nouveau trafic » (1). Aussi proposa-t-elle une disposition qui est devenue, sans grandes modifications, l'article 43, alinéa 2 de la loi des bourses.

« Avant l'admission de marchandises au marché à terme, les autorités de la bourse sont obligées d'entendre, en chaque cas particulier, un rapport des représentants des branches d'industrie intéressées ; le résultat sera communiqué au chancelier de l'Empire. L'admission ne pourra avoir lieu

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 142.

que lorsque le chancelier aura déclaré qu'il n'y a nul motif de procéder à une enquête supplémentaire. »

Est-ce bien là une réforme ? Les adversaires du marché à terme, qui ne protestaient presque jamais devant les comités directeurs des bourses, ne se servaient-ils pas de la presse ou ne publiaient-ils pas des brochures pour faire connaître les causes de leur opposition ? Nous n'attendons guère de résultats de débats oraux. La nouvelle disposition mettra le chancelier de l'Empire au courant des arguments présentés pour et contre l'admission au marché à terme de chaque produit ou de chaque marchandise ; c'est là son principal avantage.

Dans la crainte de quelque erreur, l'article 49 fut modifié, sur la proposition de la commission parlementaire ; celui-ci contient l'indication expresse des organes de la bourse **comme** très spécialement compétents pour prononcer l'admission au marché à terme, indication que nous avons déjà vue à propos du marché à terme en valeurs et qui vise également le marché à terme en marchandises.

Aucune disposition des nouveaux règlements de bourse ne vient compléter le système légal : l'admission au marché à terme serait prononcée à Berlin par le comité directeur de la bourse en produits, si celle-ci existait (art. 26) ; à Hambourg, c'est la Chambre de commerce elle-même qui est chargée de ce soin (art. 29).

II

Bien que le Conseil fédéral pût, selon le projet de loi, interdire le marché à terme en certaines marchandises ou en certaines catégories de marchandises, on n'en demanda pas moins de différents côtés, l'interdiction expresse, dans la loi des bourses elle-même, du marché à terme de bourse en peigné de laine.

Une commission spéciale fut réunie dans les premiers mois

de 1896 pour étudier les conditions économiques du marché à terme en peigné de laine : les opinions les plus opposées et les plus bizarres trouvèrent des défenseurs ; la majorité des *experts* fut certainement favorable à une interdiction ; cependant M. Hergérsberg (de Berlin) fit entendre des protestations très sensées contre toute mesure trop restrictive (1).

La commission parlementaire, chargée d'étudier le projet de la loi des bourses écouta les protestations contre le marché à terme en peigné de laine : en première lecture, elle se montra favorable à une interdiction dans la loi elle-même ; en seconde lecture, elle retira sa demande primitive : le Conseil fédéral ne pourrait-il pas intervenir avec pleine connaissance des intérêts en jeu, après que le Chancelier de l'Empire eut chargé une nouvelle commission d'étudier la situation actuelle du commerce et de l'industrie de la laine dans ses relations avec l'existence du marché à terme en peigné (2) ?

L'interdiction du marché à terme en peigné aurait été votée par le Reichstag lui-même, si le commerce des grains n'avait pas attiré l'attention très spéciale du parlement, si quelques députés influents, conciliants sur d'autres points, notamment M. Müller (de Fulda), n'avaient pas montré ostensiblement qu'ils protesteraient avec énergie contre une telle mesure, et, enfin, même s'il s'était trouvé quelque personne se croyant assez bien informée pour oser monter à la tribune et prononcer quelque philippique contre le marché à terme en peigné, ainsi que MM. Schwarze et Bachem contre le marché à terme en grains et produits de la minoterie. Il est très possible qu'une telle interdiction eût été décidée par le Conseil fédéral, si, d'une part, toutes les personnes n'appartenant pas aux fractions agraires ne cherchaient pas actuellement à calmer l'esprit de lutte, qui vicie toute réforme et qui domine actuellement dans tout le commerce allemand, et si, d'autre

(1) Voir *Stenogr. Ber. Kammzugterminhandel*.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, 3 *Legislatur-Periode*, IV^e session, n° 246, p. 34.

part, la spéculation ne s'était point fortement calmée à Leipsick durant les dernières années (1). Les débats ne sont point clos ; la lutte est toujours vive.

Une interdiction du marché à terme en peigné sur les places allemandes serait actuellement inutile : les personnes qui voudraient opérer à terme s'adresseraient aux commissionnaires d'Anvers ; le marché allemand redeviendrait dépendant des marchés étrangers (2). Les esprits surexcités, décidés à une lutte énergique contre toute mesure qui, de même que la loi des bourses, voudrait leur imposer les plus inutiles dommages, trouveraient bien le moyen de tourner les mesures les plus sévères, alors surtout que le législateur ou le Conseil fédéral serait bien décidé à ne point interdire les *marchés à livrer du droit commercial* (art. 354-356, art. 357 du Code de commerce) ou ne pourrait légalement pousser plus loin sa sévérité (art. 51, al. 1 de la loi).

Le gouvernement allemand désire fort sur ce point une entente avec notre pays ; il voudrait notre promesse d'interdire le marché à terme en peigné avant de l'interdire lui-même : les mesures radicales, qui ont actuellement toutes les faveurs du législateur allemand, ne sauraient être considérées par tout économiste sensé, quel que soit son parti, comme un remède effectif aux maux qu'il reconnaît et auxquels il a juré guerre à mort : la France ne se laissera pas toucher par des arguments de sentiment, alors que l'intérêt général se trouve nettement en jeu. Le remède à la situation actuelle est diffi-

(1) Voir *Gutachten von der Handelskammer zu Aachen*, 25 avril 1896, p. 3 :

trafic	à Anvers	à Tourcoing	à Leipsick
1890	65,4 millions kg.	49,4 millions kg.	37,1 millions kg.
1891	41,2 —	23,7 —	32,9 —
1892	47,2 —	30,2 —	25,5 —
1893	39,3 —	30,4 —	12,0 —
1894	51,5 —	53,5 —	10,4 —
1895	55,2 —	37,6 —	18,4 —
1896	46,6 —	38,3 —	14,0 —

(2) La presque totalité des Chambres du commerce, hostiles au marché à terme, le reconnaît expressément.

cile à trouver : le fractionnement du trafic en peigné sur plusieurs types aurait pour conséquence la disparition complète du marché à terme, étant donnée la diminution déjà sensible des intérêts en jeu et du trafic. Peut-être reviendra-t-on un jour au marché à terme en laine brute qui offrirait un champ d'action plus vaste : mais le gouvernement ne peut intervenir là où tout est question de nuance et où les commerçants devraient appliquer leur attention la plus intéressée pour qu'une réforme devienne fructueuse.

III

Le trafic des grains devait, dans les circonstances actuelles, occuper une place importante dans la réforme des bourses allemandes.

La commission d'enquête posa, en principe, que, lors de la fixation de la qualité des grains livrables à terme, on devrait tenir compte des intérêts non seulement des commerçants, mais aussi des personnes qui utilisent les grains, et des résultats moyens de la production nationale. La qualité serait fixée par une commission qui serait nommée par le chancelier et où seraient représentés les intérêts du commerce, de la meunerie et de l'agriculture. La campagne se plaignait de la concurrence de médiocres grains étrangers, qui trouvaient un débouché grâce aux marchés à terme ; les meuniers ne pouvaient utiliser les grains livrés à la suite de tels marchés : ce serait là, disait-on, une mesure efficace, d'autant plus efficace qu'à tout moment la fixation de la qualité livrable serait mise en relations avec les progrès et la situation actuelle de l'agriculture (1).

Le projet de loi écartait ces dispositions et se contentait de prévoir une fixation de la qualité des grains livrables à terme, en cas de nécessité, par le Conseil fédéral, éventuel-

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 168.

lement par le gouvernement local, après avoir entendu les personnes intéressées (1). La commission parlementaire reprit l'idée de la commission d'enquête ; seulement elle proposa de charger le Conseil fédéral de cette fonction ; elle ajouta que « la fixation des qualités devrait avoir lieu de telle sorte que les grains livrables fussent aptes à être employés par les personnes intéressées et que de réelles différences de qualités, surtout d'espèces et de provenances trouvassent leur expression dans les bordereaux (2) ». C'était là l'indication d'une idée excellente : c'était tirer profit, d'une façon heureuse, de cette proposition trop stricte : « lors de marchés à terme en grains, les bordereaux que devront remplir les deux contractants, contiendront, à peine de nullité de tout marché à livrer, l'espèce et l'origine des marchandises traitées ainsi que l'année de récolte dont celles-ci proviennent », qui aurait eu pour conséquence de faire disparaître le marché à terme, en morcelant, à l'infini, le trafic ; l'idée de faire intervenir nécessairement le Conseil fédéral était moins heureuse.

Mais, ces dispositions furent trouvées trop douces par les agrariens ; elles furent écartées par le seul fait du vote de l'amendement Fuchs-Schwarze. Et, cependant, la qualité des grains livrables à terme était autrefois désignée d'une façon incomplète : il fallait éviter les tromperies, les escroqueries qui résultaient à tous moments d'une réglementation insuffisante (3) ; pour arriver à ce but, on avait le choix entre deux voies inégalement bonnes : préciser la désignation des grains que l'on peut livrer ; sectionner le trafic à terme sur deux, trois ou même quatre types.

Le dernier de ces remèdes aurait été certainement le meil-

(1) *Drucksachen des Reichstages*, 1895-96, n° 14,

(2) *Drucksachen des Reichstages*, 1895-96, n° 246, p. 37.

(3) Nous n'invoquons pas le même argument que plusieurs membres de la commission d'enquête (*eod. loc.*, p. 38) « le marché à terme de bourse a, tout d'abord, comme devoir, de procurer aux meuniers la qualité et la quantité dont ils ont besoin ». C'est là une affirmation trop absolue provenant d'une erreur sur le rôle économique du marché à terme de bourse.

leur. Il aurait pris le mal jusque dans ses racines du moment où il aurait tenu compte des deux principales caractéristiques de la qualité, la provenance et l'espèce ; il aurait donné aux transactions une base excellente : les tromperies sur la qualité auraient vu leur champ très sensiblement limité. Il aurait permis d'écarter bien des joueurs qu'une certaine technique aurait embarrassés ; le trafic effectif se serait lié plus intimement au trafic à terme.

Mais l'intervention active des commerçants aurait été ici absolument nécessaire ; l'œuvre aurait été très difficile ; les tentatives de classements faites en Allemagne et dans les pays qui sont à la fois producteurs et importateurs, n'ont point donné de bons résultats ; les conséquences auraient été, sans doute, meilleures avec une action commune et énergique des commerçants et des agriculteurs ; elles n'en auraient pas moins été incertaines. Un sectionnement déjà aussi rudimentaire que *seigle national*, *seigle russe* aurait certainement été excellent.

Bien que nous tenions pour un régime idéal dans un pays important des grains le système du London Produce-Exchange : *un sectionnement limité du trafic sur la base première de la provenance*, ou un système assez voisin du système américain, sans cependant atteindre le trafic effectif et pousser aussi loin les principes du classement, ainsi que la chose est possible et utile dans un pays exportateur, nous reconnaissons que l'œuvre n'aurait pas été aisée ; elle n'aurait été fructueuse qu'en agissant avec la plus grande prudence, en entrevoyant quelquefois l'avenir de plusieurs pays de production ; la quantité de marchandises livrables à terme devrait être suffisante pour qu'un trafic important pût avoir lieu sans danger permanent de *corners* ; si la fixation d'échantillons de grains importés des principaux pays de production aurait été généralement assez facile, il nous faut reconnaître que les céréales russes se seraient montrées assez rebelles à un classement ; et, quant aux grains nationaux, si la difficulté aurait été directement presque insur-

montable, la question de leur densité aurait pu conserver son ancienne importance.

En tous cas, on aurait pu préciser les désignations des usances et des bordereaux. On aurait pu proscrire les mélanges de grains de différentes provenances, surtout les mélanges factices de blés blancs avec des blés jaunes ou rouges, ainsi que l'a fait dernièrement l'association berlinoise des commerçants en produits; les meuniers n'auraient plus trouvé du *Bombaie* mêlé à du *Russe*, du blé dur mêlé à du blé mou; ils conserveraient le moyen de faire ultérieurement les mélanges qu'ils croiraient nécessaires pour produire de la farine apte à tel usage déterminé. On aurait pu aussi écarter un certain nombre de grains notoirement inférieurs. Et tout ceci aurait été évidemment préférable à l'interdiction formelle et absolue de tous marchés à terme de bourse en grains et produits de la minoterie.

IV

Les agrariens allemands eux-mêmes considérèrent longtemps le *marché à terme de bourse*, comme « indispensable au plus légitime commerce des grains » (1). Au printemps 1896 la *Fédération des agriculteurs*, commença en faveur de l'interdiction du marché à terme en grains une assez vive campagne : le professeur Ruhland s'en fit le principal interprète (2); les agrariens s'étaient sentis les maîtres de la situation lors de la première lecture du projet de loi : il leur fallait une réforme complète (3); la théorie de M. C. W. Smith (4) sur l'effet dépressif du marché à terme avait été

(1) *Massnahmen gegen die Missbräuche der Spekulation im Getreidehandel*, Sonderabdruck aus dem Bericht über die XX Plenarsammlung des deutschen Landwirtschaftsraths, p. 587; cf. Arnim-Muskau, *Die Reform.*, p. 11.

(2) *Die Aufhebung der Blankotermingeschäfte im Getreide*.

(3) En ce sens not. Klapper, *Zur Getreidebörsenreform*. *Fühling's landwirthschaftliche Zeitung*, 1^{er} mai 1896.

(4) Traduction allemande avec préface du comte Arnim : *Ruin der Landwirtschaft*.

acceptée avec empressement par les ennemis intéressés du trafic international et avait trouvé parmi les désespérés et les snobs de nombreux et convaincus défenseurs. La IX^e commission parlementaire, après de longues hésitations, ne se décida pourtant point à proposer une telle mesure (1).

L'idée fut mieux accueillie par les *conseils* et les *chambres d'agriculture* ; le *conseil allemand d'agriculture* invoquait en demandant l'interdiction du marché à terme en céréales, quatre principaux motifs : le marché à terme a pour conséquence une malsaine spéculation ; il ne tient point compte de la nature et de la valeur des produits ; il entraîne un courant de baisse parce qu'il accepte des objets de moindre qualité ; ce courant de baisse est accentué par les ventes à découvert, qui dominent le marché (2). Deux professeurs connus, MM. Kühn (3) et Conrad (4), publièrent deux articles l'un pour, l'autre contre l'interdiction du marché à terme en grains ! C'est en de telles circonstances que l'amendement Fuchs-Schwarze, produit d'une campagne de la dernière heure, fut présenté devant le Reichstag ; nous en connaissons déjà l'extrême et étonnant succès. Nous n'avons plus, avant de saisir les conséquences juridiques et économiques de la disposition générale de l'article 50, alinéa dernier de la loi des bourses : « le marché à terme de bourse en grains et produits de la minoterie est interdit », qu'à indiquer d'une façon assez précise le but visé par les agrariens allemands.

Si quelques personnes plus spécialement aveugles, voyaient dans le développement en système du *marché à terme de bourse*, la seule cause des malheurs de la campagne, la haine générale se concentrait d'une façon plus particulière sur les

(1) *Drucksachen des Reichstages*, session 1895-96, n° 246, p. 39.

(2) *Fühling's landwirthschaftliche Zeitung*, 1^{er} mai 1896.

(3) Das Verbot des börsenmässigen Terminhandels in Getreide- und Mühlenfabrikaten (*Zeitschrift der Landwirthschaftskammer für die Provinz Sachsen*, mai 1896).

(4) Die Preisentwicklung im Jahre 1895 und den Vorjahren, *Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. XI, p. 602.

opérations à découvert (1) : l'oppression du marché par des grains n'existant que sur le papier (Papiergetreide) est un fait admis sans contestations par tous les agrariens ; sa conséquence aurait été, disait-on, d'aggraver sans cesse la situation des vendeurs de marchandises effectives. Il se joignait à cette notion et à la croyance qu'une hausse sensible ne se ferait pas attendre, dès que le marché à terme en grains serait interdit, la haine de toute personne qui sans détenir des marchandises, sans vouloir en détenir se présente comme acheteur ou vendeur sur le marché : tous ceux qui, dès le petit jour, se livrent aux plus pénibles labeurs et surtout tous les économistes moyen-âgeux du parti agraire ne pouvaient admettre l'utilité sociale de personnes qui échangent des bordereaux, puis se retirent du marché avec des gains pécuniaires sans avoir vu le moindre kilo de blé !

Si les chefs du parti agraire et ses interprètes poussaient parfois plus avant dans l'exposé de leurs plaintes contre le marché à terme de bourse, ils revenaient sans cesse à ces deux arguments. Ce sont certainement eux qui ont poussé le législateur : nous en trouvons de multiples preuves, d'abord dans les discours de MM. Schwarze et de Kanitz (2), ensuite dans cette affirmation, qui ne fut jamais relevée par personne et que les agrariens eux-mêmes considèrent comme incontestable (3), que *le marché à livrer du droit commercial* (handelsrechtlicher Lieferungshandel) n'a jamais été visé par le législateur et enfin dans l'article 50 alinéa dernier de la loi des bourses qui ne parle que de *marché à terme de bourse*.

(1) Cf. Klapper, *Zur Getreidebörsenreform*, *Fühling's landwirthschaftliche Zeitung*, 1^{er} mai 1896 et G. Ruhland, *Das Börsengesetz und seine Ausführung* (*Zeitschrift der Landwirthschaftskammer für die Provinz Schlesien*, 6 mars 1897), lequel nous dit qu'un exemple typique est l'histoire de la spéculation sur les roubles : les mesures énergiques de M. Witte n'ont-elle pas fait cesser la déplorable campagne de baisse de la spéculation berlinoise !

(2) *Stenographische Berichte der Sitzungen des Reichstages*, séances du 1^{er} mai 1896.

(3) Art. du comte Arnim-Muskau, *Deutsche Wochenblatt*, 12 mars 1896.

L'interdiction du marché à terme de bourse en grains n'avait pas pour but principal d'établir une démarcation franche entre le jeu et la spéculation légitime (1) ; l'homme qui risque sa médiocre fortune dans des opérations aléatoires sans cependant connaître les conditions économiques d'un trafic n'est pas le principal ennemi des agrariens ; c'est le grand spéculateur que l'on déteste parce que, grâce à sa fortune, il peut diriger les cours à sa volonté, et par conséquent, dit-on, selon son intérêt personnel, vers la *baisse*.

C'est là une notion nouvelle, produit d'une haine farouche du grand capital mobilier, produit d'erreurs et de préjugés.

Que le but poursuivi put être atteint par une interdiction pure et simple du *marché à terme de bourse*, c'est là ce qui paraît impossible dès le premier abord ; nous dirons plus : par une telle voie on ne peut que renforcer l'influence du grand capital mobilier, parce que, faute de fractionner les risques de baisse, les petits commerçants ne sont pas capables de lutter avec succès contre les fortes maisons.

V

L'article 50 alinéa 3 interdit les *marchés à terme de bourse*, tels qu'ils sont définis par l'article 48 ; les dispositions de l'article 51 trouvent également ici leur application. Demeurent donc valables, *d'une façon générale*, dans le trafic en grains et en marchandises meuniers, les marchés à terme fixe (article 357 du Code de commerce), s'ils ont lieu ou sans cote officielle ou sans usances officielles ; mais, si le trafic a lieu *à la bourse*, sont seuls *autorisés* les marchés à terme sans caractère fixe (articles 354 à 356 du Code de commerce) s'ils sont conclus sans cote officielle ou sans usances officielles et les marchés à terme fixe (art. 357) s'ils sont conclus sans usances officielles ou sans usances de fait, c'est-à-dire

(1) Gustave Cohn, *Der Reichstag und der Terminhandel (Sociale Praxis*, 7 mai 1896).

sur la base de conditions fixées d'une façon particulière lors de chaque opération.

Ce n'était pas sans inquiétude que les agrariens assistaient aux débats qui s'étaient élevés dans le monde du droit : n'allait-on pas, sous un titre nouveau, ressusciter un trafic à terme de bourse ou un trafic si voisin qu'il faudrait une attention spéciale pour y saisir la moindre différence. *L'association des agriculteurs allemands* chargea son interprète ordinaire de définir nettement les *marchés à terme de bourse* interdits par la loi et surtout par l'article 50, al. 3, qui les intéressait d'une façon plus spéciale : c'est ainsi que le professeur Ruhland (1) s'improvisa jurisconsulte dans une brochure hâtivement écrite !

M. Ruhland protesta, d'abord, contre toute interprétation qui considérerait l'article 48 comme contenant une définition légale du *marché à terme de bourse* : le tarif n° 4 B de la loi impériale de timbre contient une définition assez voisine de celle-ci et cependant cette définition ne peut être et n'a jamais été considérée comme une définition légale ; l'article 48 n'a-t-il pas été élaboré avant que l'on ne songeât à interdire le *marché à terme de bourse* en grains et produits de la minoterie ? peut-il, dès lors, contenir une interprétation de la volonté du législateur ; l'article 48, si on le considérait comme fournissant une définition légale, donnerait à la fois celle des marchés à terme en marchandises et celle des marchés à terme en valeurs, opérations profondément différentes ; d'ailleurs l'article 48 ne contient pas cette mention, courante dans toutes les définitions légales... *au sens de cette loi...*

La définition gênante était donc, tout d'abord, écartée à l'aide d'arguments sophistiqués. Le professeur Ruhland se trouvait, dès lors, fort à l'aise pour faire dire à la loi ce qu'il voudrait lui faire dire : l'existence d'usances n'est nullement caractéristique ; les opérations les plus légitimes *peuvent*

(1) Zur Ausführung des Artik. 50, al. 3 des Börsengesetzes vom 22 Juni 1896, betr. die Aufhebung der Börsentermingeschäfte in Getreide-und Mühlenfabrikaten (*Stimmen aus dem agrarischen Lager*, Heft V).

utiliser les usances de bourse pour marchés à terme. « On peut distinguer le cas où l'agriculteur vend ses produits à la bourse d'après les usances du cas où un spéculateur vend à terme par ceci que le premier veut obtenir le plus haut prix pour sa marchandise et que l'autre espère atteindre le gain différentiel le plus élevé » (1). Il fallait, donc, voir un *marché à terme* (interdit par la loi) dans chaque contrat qui réglerait le droit des parties, au cas d'inexécution, selon les principes posés dans l'article 357 du **Code de commerce**. Mais *une telle définition n'était point complète* : les **usances** de diverses bourses modifient les dispositions de l'article 357 et..... il fallait faire tomber sous les coups de la loi les opérations qui seraient conclues sur leur base ! Enfin, après maintes hésitations, on arrivait à cette définition des marchés à terme en marchandises et produits : « Ce sont des actes de spéculation, en la forme de marchés à livrer, dont le terme de livraison est un moment ou une période exactement fixée et dont les clauses du contrat, indiquant les droits et obligations, contiennent tout d'abord l'engagement de livrer la marchandise contre une somme déterminée, mais se transforme, au cas d'inexécution à l'échéance, de la part d'un des deux contractants en une prestation alternative d'une somme d'argent, qui est ou bien la différence entre la somme, produite par une exécution faite par soi-même selon les usances, et le prix du contrat, ou bien la différence entre le prix du contrat et le prix moyen des marchandises au jour d'échéance et au lieu d'exécution, cette alternative étant offerte au contractant qui n'est point en défaut » (2).

Une telle interprétation n'était pas seulement antijuridique ; elle était aussi malheureuse : car elle s'attachait toujours à une inanité.

M. Klapper, sans oser contredire la parole du maître, re-

(1) *Eod. loc.*, p. 34. — L'auteur lui-même constatant que son observation paraît naïve au premier abord, nous n'avons point à dire ce que nous en pensons.

(2) *Eod. loc.*, p. 39.

jetai la définition de l'article 48 pour de nombreux motifs pratiques et comptait sur l'*avis discrétionnaire du gouvernement pour assurer une lutte triomphante contre les marchés à découvert*(1) ; ce n'était pas là une notion juridique.

Lorsque « l'association des agriculteurs allemands » transmit ses plaintes au Chancelier de l'Empire (11 avril 1897) (2), la définition si artificielle proposée jadis par le professeur Ruhland fut écartée, mais les procédés d'interprétation restèrent les mêmes : si l'on saisissait mieux, après les enseignements des trois derniers mois, la nature économique du marché à terme, les agrariens allemands voulaient toujours interpréter les textes selon leurs intérêts, sans considérer si l'on pouvait défendre à diverses personnes d'opérer d'après le même formulaire, sur des quantités qu'ils sauraient indiquer identiques ! « La loi a voulu, disaient-ils, écarter tout ce qui n'est pas *une prévision effective, des besoins réels* ; elle veut que soient dès maintenant interdites les manœuvres de bourse qui jusqu'à ce jour ont plus ou moins soustrait la fixation des prix à l'influence des facteurs naturels et ont mis à leur place des influences artificielles et qu'ainsi, dans le commerce des grains et produits de la minoterie, la cote du trafic avec transmission de la main à la main (Zug um Zug), on ne tolère que ceux qui se caractérisent en marchés à livrer sérieux, effectifs, en marchandises réelles. »

- Il n'y a de *sérieux marchés à livrer* que lorsque, d'un côté, « le vendeur a de suite un droit de disposition sur des quantités concrètes de marchandises et que l'acheteur a l'intention de satisfaire un besoin particulier, existant réellement », ce qui doit trouver son expression en des clauses de contrats *variant* selon les circonstances. Les marchés, visés par l'article 50, alinéa 3, sont les marchés à découvert, faits selon les usances de la place « sur une certaine qualité et une certaine quantité de marchandises, sur le même lieu et en même temps d'exécution ».

(1) *Fühling's landwirthschaftliche Zeitung*, 15 décembre 1896.

(2) *Zur Durchführung des Börsengesetzes*.

Mais on abandonnait totalement ainsi le terrain juridique pour un terrain purement économique.

VI

Quelques membres de l'« association libre de la bourse berlinoise en produits », composèrent, dès le mois de septembre 1896, de nouvelles « conditions pour leur trafic effectif à livrer » ; sur les conseils de MM^{es} Staub et Lilienthal, ils y écartèrent expressément toute application des usances et les conséquences attachées par la loi aux marchés à terme fixe (art. 357 du Code de commerce) : les transactions devaient avoir lieu sur des bases assez voisines de celles qu'utilise tout trafic effectif ; il fallait se soumettre, en principe, aux dispositions des articles 354 à 356 du Code de commerce.

Une rupture, franche avec la doctrine dominante et légale sur la portée de l'expression *marché à terme de bourse*, avait comme avantage de rendre très difficile, sinon impossible aux interprètes, qui songent beaucoup à l'équité et fort peu au droit, toute identification des marchés à livrer avec les marchés interdits. On ne pourrait donc point refuser aux nouveaux marchés les avantages des institutions de la bourse et d'une cote officielle, au cas où les commerçants continueraient à fréquenter la bourse ; on ne pourrait donc point prétendre que leur fugue avait pour but de violer plus aisément la loi, au cas où ils jugeraient utile ou nécessaire d'abandonner la bourse.

Les projets de bordereaux contenaient quelques concessions aux plaintes légitimes des meuniers sur l'insuffisance des désignations des qualités livrables ; le désir de s'unir en un moment où tout désaccord pouvait devenir néfaste, fit sortir les commerçants de leur torpeur ordinaire : divers blés durs, que les meuniers peuvent difficilement utiliser et généralement n'utiliser qu'avec pertes, ne seraient plus livrables

ainsi que les produits qui ne seraient point propres à la minoterie ; plus tard, on interdit également les mélanges artificiels de blés jaunes ou rouges et de blés blancs contre lesquels nous avons déjà protesté à maintes reprises.

Après la désignation des qualités livrables et l'exclusion formelle des usances de la bourse, les projets de bordereaux contenaient toute une série de conditions, qui rétablissaient, comme clauses des contrats, des indications générales qui devaient jouer le rôle d'usances, dès qu'elles seraient acceptées par les commerçants. Les parties du cadre laissées vides (l'indication du terme de livraison et du nombre de tonnes achetées ou vendues) sauraient bien contenir des désignations identiques aux anciennes : les habitudes d'opérer sur une période d'un ou deux mois calendaires et sur la quantité d'usage ou ses multiples persisteraient toutes les fois que le formulaire ne servirait pas à un vrai trafic effectif ou que les commerçants ne chercheraient point à posséder la preuve que des opérations avaient été conclues sur cette base d'après des besoins individuels !

On pourrait opérer sur tous multiples de dix tonnes ; pour une quantité de dix à quarante tonnes, la livraison devrait avoir lieu en une fois ; à partir de cinquante, le vendeur livrerait par fraction de cinquante tonnes. On mettrait en circulation, non des *flières* (Andienungsscheine) mais bien des *bordereaux de mise à disposition* (Dispositionsscheine) ! On proposait l'institution d'une liquidation centralisée à certaines heures. En tous cas, des experts régleraient les différends sur la correspondance des produits livrés avec la qualité déclarée livrable. Au cas de différence de qualité, une moins-value serait fixée : celle-ci serait-elle inférieure à un mark et demi ou deux marks, l'acheteur devrait prendre livraison en défalquant du prix le montant de la moins-value ; serait-elle supérieure à ces sommes, l'acheteur aurait le choix de prendre livraison ou de considérer sa contrepartie comme n'ayant point encore exécuté le marché. Les principes écrits dans les articles 354 à 356, trouveraient

ici leur application : on exclurait toutefois le droit de se retirer purement et simplement du contrat. On finirait le bordereau par cette affirmation, platonique exposé de principe : « les droits issus du contrat ne peuvent être cédés à un tiers par l'autre partie » !

C'était ainsi que l'on désirait adapter aux besoins actuels quelques principes posés soit dans les bordereaux les plus courants sur la place de Londres pour le trafic des grains, soit dans le Code de commerce allemand, sans cependant modifier la nature interne du marché.

Au mois d'octobre, ces bordereaux, à peine retouchés, étaient envoyés, avec une circulaire explicative (1-2), aux

(1) *Geleitbrief der freien Vereinigung der Berliner Produktenbörse*, Berlin, octobre 1896.

(2) Voici un bordereau pour marché à livrer en froment (dernière formule) :

Berlin, le 18 .

M

. achetait.

en excluant tous usages de bourse :

. tonnes de blé, bonne qualité, sec, bon à l'usage de la minoterie, blanc ou rouge (jaune) et pesant au moins 755 grammes par litre. Sont exclus :

1° Le Rivett-wheat, le blé de Cubanka, Syrie, Egypte et La Plata.

2° Les mélanges artificiels de blés blancs et rouges (jaunes).

Livraison au. au choix du vendeur.

Prix.

franco Berlin, à bord ou sur le sol. Le lieu d'exécution pour les deux parties est Berlin.

Le vendeur est obligé d'annoncer les marchandises à l'acheteur par la remise, durant le temps de livraison indiqué, d'un bordereau de mise à disposition (Dispositionsschein). La marchandise vendue ne peut être livrée à l'acheteur que par quantités d'au moins dix tonnes. Pour les opérations portant sur des quantités moindres que cinquante tonnes, la totalité doit être livrée en une fois et doit être reçue dans l'intervalle de cinq jours après l'annonce (n. d. tr. : après la mise en circulation du bordereau). Pour les opérations portant sur des quantités atteignant ou dépassant 50 tonnes, le vendeur est autorisé à livrer chaque fraction de 50 tonnes en une fois de deux endroits différents, et l'acheteur est obligé d'en prendre livraison dans les huit jours. Pour le cas où le vendeur, lorsque l'opération porte sur une quantité supérieure à 50 tonnes, voudrait livrer en une seule fois, il devrait en prévenir l'acheteur par écrit un jour à l'avance

membres de l'association. Quelques personnes protestèrent contre une interprétation de la loi aussi défavorable aux commerçants ; elles auraient désiré que l'on maintint les principes du Code de commerce sur les obligations et droits

et lui remettre, à sa demande, un bordereau de mise à disposition pour chaque multiple de 50 tonnes (aussi longtemps que la quantité négociée sera divisible par 50) et un pour le reste. Les quantités, ainsi annoncées, doivent être également enlevées dans les huit jours. Le délai de livraison échet-il un jour férié, l'enlèvement doit avoir lieu le jour auparavant. Les deux jours de l'an juif et le jour de la Pâque juive doivent être considérés ici, comme dans tout contrat, comme jours fériés. L'acheteur est obligé à remettre l'argent comptant de la main à la main pour chaque livraison. Celui qui émet le bordereau de mise à disposition doit le remettre à son acheteur un jour ouvré entre neuf et dix heures du matin ; celui-ci est autorisé à annoncer la marchandise à un tiers. S'il fait usage de ce droit, il doit indiquer aussitôt au porteur du bordereau le nom de son acheteur. Le bordereau ne peut plus circuler dès le jour de l'annonce à six heures précises du soir.

Le bordereau de mise à disposition doit contenir,

Au cas de livraison d'un bateau :

- 1° La date de la remise à l'acheteur ;
- 2° Le nom du capitaine et le numéro du navire, qui doivent être inscrits sur le registre officiel des navires ;
- 3° Le lieu d'amarre du navire, sous réserve de quelques changements par ordre de police ;
- 4° Le lieu de l'envoi et la quantité de la charge.

Au cas de livraison de terre :

- 1° La date de la remise à l'acheteur ;
- 2° La désignation exacte des marchandises d'après le lieu d'enregistrement et la quantité.

Se présente-t-il, lors de l'enlèvement d'une quantité annoncée, un faux poids qui ne saurait dépasser 5 0/0, celui-ci est calculé au prix du jour de l'enlèvement ou du dernier jour du délai d'enlèvement fixé par le contrat.

Les différends relatifs à la qualité sont résolus par trois experts. Jusqu'à nouvel ordre feront fonction d'experts les Messieurs dont les noms suivent :

.....
La demande écrite d'arbitrage doit être remise de la part du réceptionnaire au plus âgé des experts ou à son représentant jusqu'à midi et demi au jour ouvré suivant celui de la remise du bordereau de mise à disposition. Le doyen ou à son défaut le représentant qu'il se désignera aura en chaque cas particulier à faire le choix de trois experts. Le réceptionnaire doit en même temps donner par écrit avis au livreur de sa demande d'arbitrage. La partie succombante supporte les frais de l'arbitration.

Si des protestations contre la qualité n'ont pas eu lieu de la façon indiquée plus haut, la conformité des marchandises annoncées aux conditions

de l'acheteur et du vendeur à terme fixe : elles craignaient que les commettants ne songeassent à demander un délai de grâce, alors qu'elles-mêmes seraient liées vis-à-vis de leurs vraies contreparties d'une façon autrement effective que d'une façon légale ; une exécution forcée de toute personne en demeure ne serait point toujours aussi avantageuse et rapide... Ces craintes se calmèrent quelque peu : nul ne voudrait invoquer cette faculté légale par pure malice ou par pur intérêt, car en ce moment de lutte acharnée la vengeance serait vive contre les admirateurs malhonnêtes de la loi ; contre une personne insolvable, tout moyen effectif d'action manquait avant la composition des nouveaux bordereaux et manquera toujours !

Les agrariens ne pouvaient assister impassibles à toute cette comédie : si les dispositions de la loi des bourses sont insuffisantes, le Conseil fédéral doit intervenir pour mettre

du contrat est considérée comme reconnue.

Si la marchandise n'est pas reconnue conforme aux désignations du contrat, une moins-value devra être fixée de la part des experts. Si cette moins-value ne dépasse pas 2 marks par tonne, l'acheteur est obligé à prendre livraison des marchandises à la moins-value.

Si la moins-value est reconnue supérieure, l'acheteur a le droit de déclarer par écrit au livreur durant le jour de l'expertise jusqu'au plus tard midi et demi s'il veut prendre livraison avec la moins-value taxée. Si l'acheteur ne fait point usage de ce droit, la livraison passe pour n'ayant pas eu lieu.

L'enlèvement des marchandises annoncées a lieu aux frais du réceptionnaire.

La demeure d'un des deux contractants n'autorise pas l'autre partie à se retirer de ce contrat ; pour le reste, les dispositions des articles 354-356, p. c. 343 du Code de commerce, trouvent leur application au cas d'inexécution.

La demeure du vendeur provient-elle seulement après l'expiration du délai de livraison de l'offre de marchandises non livrables, on devra agir d'après les dispositions du Code de commerce le jour ouvré suivant celui de la fixation de l'illivrabilité. Il n'est plus alors accordé de délai pour l'exécution.

L'un des deux contractants cesse-t-il ses paiements, le terme convenu est aussitôt expiré et le jour d'exécution dès lors arrivé.

Les droits issus du contrat ne peuvent être cédés à un tiers qu'avec le consentement de l'autre partie.

ordre à un tel état de chose ; qu'une nouvelle à la loi des bourses pose des principes plus sévères, si toute autre voie est impossible au point de vue légal. Il faut, disaient-ils (1), empêcher tout *trafic à découvert* ; pour arriver à ce but, qu'on interdise les réunions privées intermédiaires entre les *bourses* et les *marchés*, « qu'on n'admette dans toute bourse et sur tout marché public que des contrats qui sont certainement des opérations effectives », qu'on exige la preuve qu'il s'agit bien de marchés effectifs. Les commerçants devraient prouver aux comités directeurs des bourses ou à tels fonctionnaires nommés par eux que « le vendeur a, au moment du contrat, un droit de disposition sur les grains ou produits de la minoterie objets du marché » (« en quel lieu ou dans quel magasin les grains ou les produits de la minoterie en question se trouvent au temps du contrat... ») ; « au cas où un producteur vend à livrer sa récolte, que les quantités vendues seront probablement retirées de la moisson courante en tenant compte du développement du champ de l'activité agricole du vendeur » ; « au cas où un meunier vend à livrer des produits manufacturés qui ne sont point encore finis, que les quantités vendues seront probablement produites par lui durant ce temps en tenant compte du développement du champ de l'activité industrielle du vendeur ». La *fédération des agriculteurs* proposait des bordereaux répondant à ces exigences.

Le gouvernement et le Conseil fédéral ne tinrent point compte de ces bons conseils, ni des doctrines juridiques qu'avait exposées le professeur Ruhland.

Les formulaires, composés pour un trafic à livrer sur les produits, dont un trafic à terme de bourse était interdit, furent adoptés par les commerçants berlinois en spiritueux et en huiles, peu désireux de s'inscrire au registre et de faire des opérations certainement illégales, et par les commerçants de plusieurs places de la province.

(1) *Eingabe und Denkschrift des Bundes der Landwirthe in Sachen der Neuordnung der Produktenbörse*. Cf. E. Klapper, *Zur Ausführung der Börsenreform*, *Fühling's landwirthschaftliche Zeitung*, 1^{er} janvier 1897.

Lorsque la bourse en produits fut fermée, les commerçants commencèrent à opérer au *palais des fées* sur la base des nouveaux bordereaux ; un trafic important ne tarda point à se développer : les cotes privées fournies par les journaux et composées avec le concours des commerçants jouèrent un rôle presque identique à celui d'une cote officielle ; les commerçants continuèrent leurs *propositions*, leurs offres d'achat ou de vente à terme à prix fixés ; le danger de se voir opposer l'exception de jeu ou l'exception différentielle n'augmenta point ; la loi impériale de timbre ne trouva plus son application. Les commerçants ne voulurent ni commission d'expert, ni institution centralisant la liquidation des marchés, pour ne point avoir l'organisation apparente d'une bourse : ils indiquèrent nominale, dans les bordereaux, les personnes qui pourraient faire fonction d'experts ; ils chargèrent un simple particulier de centraliser chez lui la liquidation des marchés à livrer : celui-ci transmet les *bordereaux d'annonce* aux parties qui les firent circuler sans les endosser ; la banque du *Berliner Kassenverein* accepta, à titre gracieux, de recevoir les différences et de les transmettre par voie de chèques aux contreparties. C'étaient là des combinaisons fort habiles ; il fallait reconnaître, cependant, que le trafic avait diminué dans d'assez notables proportions.

Si les commerçants, qui soutenaient la légalité des assemblées du palais des fées à l'aide d'arguments puisés autant dans la nature des réunions que dans l'absence d'une interdiction des réunions de commerçants qui auraient le caractère de bourses, n'avaient point tenu à écarter tout ce qui rappellerait l'organisation externe d'une *bourse*, ils auraient pu établir un trafic *se présentant sous les formes ordinaires d'un trafic à terme de bourse* (art. 51, § 2). Rien ne les aurait empêchés de faire des *marchés à terme fixe* (art. 357) ; et cependant, il était, à certains points de vue, plus prudent de choisir comme base des nouveaux marchés la base des marchés à livrer effectifs, afin d'empêcher toute controverse juridique et de montrer qu'on tenait à respecter la loi ; d'ailleurs les désa-

vantages pratiques de la nouvelle organisation n'étaient point sensibles dans les relations des commerçants entre eux ; on aurait pu faire des marchés selon les conditions pour marchés à terme fixe avec les clients et des marchés selon les conditions pour marchés à terme non fixe entre commerçants.

Après la fermeture du *palais des fées*, les opérations à *livrer* ne furent plus faites que dans le trafic de bureau à bureau et au marché du matin ; les cours disparurent dans les journaux ; les offres d'achat et de vente à terme ne furent plus envoyées par les commissionnaires et les commerçants berlinois à leur clientèle : ce fut une désorganisation complète du trafic des grains.

Plusieurs maisons du marché de Berlin refusent, par principe, d'opérer avec les agriculteurs qui crieront *au vol* sitôt qu'on leur offrira un prix ; elles se livrent à l'importation chaque fois qu'elles le jugent fructueux ; les autres commerçants en grains opèrent avec la campagne dans les conditions qu'ils cherchent à rendre les plus rémunératrices possible : une contrepartie est difficile à trouver ; l'argent comptant est rare ; toute erreur sur les vrais prix deviendrait néfaste !

Les agrariens ne parlent plus d'*obligation à déclaration* mais de *déclaration forcée* ; tout acheteur ou tout vendeur devrait sous des peines terribles déclarer à quelles conditions il a acheté ou vendu ses grains. Nous touchons ici, de très près, à la démence ; la fureur a fait perdre toute raison à la presse agraire ! Ce n'est point le développement en système de l'envoi en consignation à Berlin, où quelque capitaine retraité chercherait à vendre dans les meilleures conditions, qui permettra aux agriculteurs de réagir contre la décentralisation désirée et obtenue ; ce n'est pas non plus la publication des cours fantaisistes que donnent de nombreux organes de la presse allemande qui indiquera aux agriculteurs les vrais prix de leurs grains.

VII

Le commerce des grains est actuellement plus ou moins désorganisé dans la majeure partie de l'Allemagne ; ou plutôt le commerce des grains est désorganisé à Berlin et cette situation a de multiples et importants effets dans plusieurs provinces, des effets plus ou moins notables à travers toute l'Allemagne : il manque un grand marché national.

C'est là, tout d'abord, une conséquence de l'interdiction écrite dans l'article 50, alinéa 3, de la loi des bourses ; c'est là aussi une conséquence de la fermeture du palais des fées et du refus de retourner à la bourse en produits. Commerçants et agrariens ont également tort de chercher toute la cause du mal soit dans la disposition votée par le centre et la droite, soit dans la bouderie de tous les *intermédiaires entre la production et la consommation* ; en réalité l'une et l'autre ont joué leur rôle, celle-ci a accentué l'effet de celle-là. Il devient dès lors très difficile de dégager les enseignements qui résultent de l'interdiction du marché à terme en grains et produits de la minoterie : on risque de confondre à chaque instant ce qui est la conséquence de l'interdiction du marché à terme et ce qui est la conséquence de la disparition d'une place centrale, fournissant une expression de la situation du trafic dans tout le pays et sur toutes les places étrangères.

L'absence de toute cote n'est pas, bien entendu, la conséquence forcée de l'interdiction du marché à terme de bourse : une cote pour marchés à livrer effectifs peut très bien se concevoir, si toutefois son établissement serait des plus difficiles. Aussi le mal le plus profond dont souffre l'Allemagne, l'absence de cote, n'est-il pas la conséquence nécessaire de la mesure demandée. Mais des cours effectifs, aussi nets et précis que possible, remplaceraient-ils avec avantage les cours du terme ? Non, tout au contraire, les cours effectifs sont des expressions particulières, où tout a eu une influence

sensible : quantité, situation instantanée de tel marché, etc., ce sont donc des expressions ni très précises, ni très exactes ; les cours effectifs nous indiquent à quel cours on a opéré et non point à quel cours on peut opérer. Le cours du terme est une expression générale, assez précise et assez exacte ; il indique, sauf de rares exceptions, à quel prix on rencontrera probablement une contrepartie. Dans les relations entre agriculteurs et commerçants, ceux-là peuvent se défendre avec une cote à terme, ils ne le peuvent que difficilement avec une cote à livrer !

Les agrariens ont oublié que la différence principale entre un cours à livrer et un cours à terme, c'est que le premier fournit des renseignements platoniques, le second des renseignements actifs, le premier dit à quel cours *on a opéré*, le second à quel cours *on peut opérer*.

Cette absence de toute cote est moins néfaste pour celui qui peut vendre à Berlin que pour celui qui vend dans la province : il s'établit dans la capitale une sorte de concurrence dont on peut profiter ; une maison vous offre-t-elle 5 ou 6 0/0 de plus qu'une autre ? on lui donne la préférence ; de tels écarts ne sont pas très rares au dire des gens les plus autorisés. Le paysan, qui vend ses grains à un commerçant de la province, reçoit le prix qu'on veut bien lui en donner : qu'il invoque les cours de l'Amérique, de Londres ou d'Odessa, que les journaux agricoles publient consciencieusement, et on se moquera de lui ; « qu'il vende en Amérique, à Londres ou à Odessa ». Qu'il invoque les cours publiés par le « bureau central pour le prix des grains », et on lui tournera le dos, après lui avoir prouvé, parfois, en manière d'ironie, qu'au jour où l'on croyait le cours de telle qualité à 150 m. on a soi-même acheté 20 0/0 meilleur marché (1) !

La disparition de toute cote à terme nationale et surtout de la cote à terme de Berlin n'a pas eu une égale influence à travers toute l'Allemagne : c'est surtout dans la Prusse orien-

(1) Nous pourrions citer de nombreux exemples de cette désorganisation, dont nous avons eu des preuves dans une grande partie de l'Allemagne.

tale et centrale, dans les pays qui produisent des grains ou qui dépendent naturellement de la place de Berlin, que l'effet néfaste a été plus sensible. Dans les provinces rhénanes où la production locale ne joue pas un grand rôle, les cotes étrangères ont conservé leur ancienne autorité : il serait difficile, croyons-nous, de soutenir que la loi des bourses ait eu là quelque conséquence notable ; les meuniers qui n'importent pas directement n'ont jamais été à la merci des grands commerçants, ils ne le sont pas plus aujourd'hui qu'avant le 1^{er} janvier 1897.

Le marché de Berlin n'avait pas, en circonstances normales, une influence considérable, si l'on faisait venir parfois des grains de la capitale : le Rhin est, nous l'avons dit, la voie naturelle et peu coûteuse pour les transports ; toutes les provinces voisines du grand fleuve, d'Emmerich jusqu'à Mannheim, se trouvent dans une position particulière : en fermant la bourse de produits, les quelques maisons notables de Cologne ne faisaient pas un bien grand sacrifice.

A Munich, tout se passe comme avant la loi. Si le marché de Passau a perdu une partie de son importance durant la dernière année, c'est à la suite des mauvaises récoltes de l'Autriche.

La *Gazette de Voss* constata, à la fin de l'été 1897, que l'écart entre le prix des grains sur la place de Berlin et leur prix sur les autres marchés du centre de l'Europe s'était accentué au lieu de diminuer et que l'interdiction du marché à terme n'avait point eu pour conséquence une hausse, mais une baisse des cours ; durant les heures où la presque totalité des marchés vit se dessiner le plus net courant de hausse, la capitale de l'Allemagne suivit lentement et avec un vrai retard l'exemple de tous les pays voisins. Le fait fut aussitôt commenté par toute la presse : il jeta la joie dans tout le commerce berlinois et prêta large matière à l'ironie du monde libéral. On disait que la récolte avait été vendue en Allemagne à un prix inférieur à sa valeur, qu'avec une bonne récolte le trafic était devenu plus difficile faute de marché à

terme, que l'exportation, qui avait pris de telles proportions que des commerçants parisiens s'approvisionnèrent à Berlin, pouvait, en cas de mauvaises récoltes, causer une disette durant le printemps de 1898 (1).

Ces cris de triomphe étaient-ils justifiés ?

Nous rejetterons, comme peu concluantes, toutes statistiques relatives aux premiers mois de 1897 : le *trafic à livrer du droit commercial* ayant, tout d'abord, au *palais des fées*, l'importance d'un vrai *trafic à terme de bourse*. Il est certain que le mouvement de hausse de l'été dernier ne fut point suivi par le marché berlinois autant que par les autres marchés européens. Mais est-ce là une conséquence de l'interdiction du marché à terme ? La solution de cette question n'est pas encore très facile à donner. Nous remarquerons, tout d'abord, que la qualité moyenne des grains nationaux a été, en Allemagne, inférieure à la qualité moyenne des grains produits dans les divers pays du monde (2). On ne peut comparer, en tous cas, les prix de Berlin avec ceux de Paris et de Vienne : la France et l'Autriche, forcées à des importations considérables et inaccoutumées, devaient nécessairement ressentir un fort courant de hausse pour *pouvoir* importer, tandis que l'Allemagne n'avait pas à augmenter son importation et conservait naturellement des cours beaucoup plus voisins des anciens.

La grève partielle des commerçants en grains en serait, en tous cas, une des causes les plus notables : l'absence de toute cote n'est pas une conséquence nécessaire de l'absence de marché à terme ; de purs marchés à livrer conclus à la bourse auraient permis de nombreux arbitrages. Nous croyons, cependant, qu'avec le marché à terme de bourse la *réaction* contre le courant dessiné aurait nécessairement été plus vive et que les *arbitrages, se terminant par des règlements pécuniaires*, auraient permis de tenir plus large compte de

(1) Cf. not. art. du *Zukunft* du 16 oct. 1897.

(2) En ce sens notamment notre ami, M. J. Wiener, du *Berliner Tageblatt*.

toutes *possibilités*. Si l'expérience est moins concluante que ne le crient les libéraux, elle l'est cependant en quelque mesure.

L'interdiction du marché à terme de bourse était dirigée contre le grand commerce : le résultat désiré n'a pas été atteint, on a même atteint un résultat contraire ! Les grandes maisons persistent seules importantes ! Les petits commerçants ne détiennent pas d'assez forts capitaux ; ils doivent agir avec une prudence extrême, la moindre fluctuation sensible les atteignant d'une façon terrible ; ils ne peuvent plus s'assurer momentanément un cours, faire supporter à d'autres tout ou partie des risques. Les commerçants qui détiennent d'importants capitaux dominent aisément le marché ; ils sont donc des dangers permanents ; ils peuvent faire de meilleures conditions, parce qu'ils ont une moindre peur d'une baisse ou d'une hausse des cours. Tristes conséquences d'une haine aveugle !

VIII

Nous avons vu que beaucoup de marchandises, déclarées livrables en vertu des *conditions* pour marchés à terme, ne pouvaient être utilisées normalement par les industriels, les commerçants en marchandises effectives et les consommateurs. « Bien qu'il soit prescrit dans les conditions de livraison, disait la commission d'enquête, que les grains livrables doivent être *bons*, ceux-ci n'auraient point répondu à cette condition et auraient été impossibles à moudre ;.. des grains ont été déclarés livrables qui n'auraient pas été aptes à servir à la minoterie et à la boulangerie (1). » Comme remède la commission d'enquête proposa la représentation, dans les commissions d'experts qui servent de tribunaux arbitraux ou d'arbitres, des producteurs, des industriels et des commerçants en marchandises effectives, tout au moins un con-

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 173 et 174.

trôle effectif des décisions des experts de la part des comités de bourse ou des autorités gouvernementales : si la première des deux propositions n'était pas actuellement heureuse par suite de la surexcitation des esprits, la seconde était très platonique ; ce qui serait préférable ce serait de nommer des experts parmi les commerçants retirés des affaires, malheureusement n'en trouve-t-on que peu ou point pour accepter une telle fonction. Peut-être l'appât de la distinction honorifique, qui joue un si grand rôle dans l'histoire commerciale de l'Allemagne (*conseiller de commerce*), pourrait-il engager d'anciens commerçants à rendre de tels services !

« L'annonce de marchandises non livrables aurait servi à peser sur les cours ». La commission d'enquête proposa comme remède d'inscrire dans les règlements de bourse une clause exigeant un certificat de livrabilité des marchandises lors de la mise en circulation d'une filière ou de déclarer en demeure celui qui aurait annoncé des marchandises non livrables (1). Le projet de loi considérant le premier moyen comme *difficile à établir pour beaucoup de marchandises* (2) se rattachait au second et proposait une disposition devenue l'article 53 de la loi des bourses.

« Dans les marchés à terme en marchandises, le vendeur est déclaré manquer à ses engagements s'il annonce la livraison de marchandises, qui ne répondent pas aux conditions du contrat, alors même que le terme de livraison ne serait pas encore expiré.

Toute convention contraire est nulle. »

La commission parlementaire décida, lors de la première lecture du projet de loi, de joindre à cette dernière disposition la suivante : « Dans les marchés à terme en marchandises la fixation de la livrabilité des marchandises doit avoir lieu avant la mise en circulation de la filière. Les gouvernements locaux sont autorisés à permettre des exceptions pour diverses marchandises pour la durée de trois ans au plus

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 175 et s.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, n° 14, p. 49.

après la mise en vigueur de cette loi. » Le sénateur Klüggmann transmet, lors de la seconde lecture, quelques observations de la chambre de commerce de Hambourg qui méritent d'être indiquées ici. Les spiritueux à livrer se trouvent généralement dans des navires ; toute expertise devient dès lors difficile avant la livraison même. La qualité du coton ne peut être appréciée que par un jour clair : peut-on faire attendre quatre, six, huit, dix jours en hiver à celui qui désire livrer ! En ce qui concerne le sucre, il est généralement à bord ; il faudrait bouleverser le chargement, transporter assez loin les échantillons : il en résulterait ennui et retards. La commission proposa donc de limiter la disposition « aux marchés à terme en grains et produits de la minoterie » (1) ; ce fut là l'article 50 a des décisions de la IX^e commission ; cette disposition tomba avec le vote de l'amendement Fuchs-Schwarze.

La commission d'enquête conseillait l'introduction dans les conditions de bourse d'une clause destinée à mettre un terme aux mêmes abus, de celle qui autoriserait l'acheteur à prendre livraison en tenant compte de la moins-value ; à dire d'experts. L'*association des commerçants en grains berlinois* a inscrit cette disposition dans ses conditions pour *marchés à livrer*, bien que les experts puissent fixer une si haute plus-value que l'opération n'en devienne plus rémunératrice (2).

IX

Le professeur Ruhland reconnaît lui-même que « l'expérience a vraiment prouvé qu'une telle interdiction du marché à terme ne devait pas être conseillée à ceux qui voudraient l'imiter » (3) ; aussi tous les agrariens nous assurent-ils qu'ils ne désiraient point la mesure votée par le Reichstag, mais

(1) *Drucksachen des Reichstages*, n° 246, p. 46.

(2) *Material, Sten. Ber.*, p. 2554.

(3) *Reform der Getreidebörsen, Die Zukunft*, 23 octobre 1897.

une mesure rendant impossible ou très difficile toute vente à découvert. La vente de produits sur lesquels on n'aurait point, un droit de disposition devrait, selon quelques-uns, être complètement interdite (1) : cette idée, empruntée à M. Charles-W. Smith, lequel l'a empruntée à l'Amérique (2), est défendue actuellement en plusieurs pays (3) : ce que veulent les auteurs de ces projets, c'est, ainsi que le dit le député autrichien Parish, « quelque chose de tout autre que la disparition du jeu différentiel et une nouvelle organisation ou une réorganisation du marché à terme; c'est un grand événement social, la réforme totale du commerce des grains » (4).

Une telle mesure serait-elle plus heureuse que l'interdiction

(1) V. l'*Eingabe und Denkschrift des Bundes der Landwirthe in Sachen der Neuordnung der Produktenbörse*.

(2) En ce sens les anti-option bills ; mais la défense que ceux-ci voulaient imposer n'était, en tous cas, point absolue ; les bills de MM. Washburn et Hatsch n'interdisaient jamais les marchés à terme toutes les fois que le vendeur avait le produit entre ses mains ; mais ils n'indiquaient point de la même façon les opérations qui demeuraient légitimes. D'après le Washburn Bill, on ne se trouverait point en face d'un marché à terme interdit lorsque « les marchandises, objets du contrat, devraient être par la suite réellement livrées à l'acheteur pour être manufacturées ou consommées » ; lorsque, donc, l'on ne posséderait pas les marchandises, on ne pourrait vendre et livrer qu'à un manufacturier ou à un consommateur ou représentant des consommateurs, non à un spéculateur. Le même bill ne visait pas non plus les marchés passés par le gouvernement des Etats-Unis, un Etat, un comté ou une municipalité, ni ceux que font les fermiers pour vendre les marchandises « qu'ils sont actuellement en train de produire » (52 d Congress, 1 d session, *House Report*, n° 969). L'Hatsch Bill était plus rigoureux : les exceptions ne visaient que les personnes qui détenaient actuellement la marchandise ou celles qui ont acquis à la suite d'un contrat de vente le droit de la posséder ultérieurement (53 d Congress, 2 d session, *House Report*, n° 845). Ce dernier bill est postérieur à la proposition Smith.

(3) V. not. en Autriche la proposition Parish (*Stenographisches Protokoll der Expertise über den Terminhandel in Getreide*, p. 63 ; nombreuses explications fournies par l'auteur lui-même, p. 8 et suiv.) : on exigerait tout d'abord, « la preuve de l'existence de la marchandise, qui fait l'objet de chaque marché » ; « ce qui est la base de tout commerce utile » ; « la preuve ne serait point fournie par cela seul que l'on prouverait que l'espèce de marchandises existe, mais on devrait prouver l'existence des marchandises elles-mêmes qui font l'objet du contrat ».

(4) *Stenographisches Protokoll*, p. 8.

du marché à terme de bourse ? Durant la conférence sur le commerce des grains qui eut lieu à Berlin en novembre 1897, le comte de Kanitz-Podangen et M. Gamp s'y sont eux-mêmes montrés opposés ; ce dernier aurait même affirmé, selon le *Berliner Tageblatt*, qu'il préférerait le rétablissement du marché à terme en grains à une telle disposition : de toutes parts, on déclare *absurde* d'exiger de toute personne qui ferait un marché à livrer la preuve que la livraison effective aura bien lieu ! Ce serait, ajoute-t-on dans le commerce, l'annulation absolue de l'intermédiaire entre la production et la consommation. Après ce concert de protestations, nous n'avons point à insister sur l'impossibilité de mettre en vigueur une telle disposition.

Si M. van Gülpen a proposé dernièrement des mesures qu'il serait absolument impossible de prendre (1), un des plus importants négociants en grains de la place d'Anvers, que nous avons vu un ennemi mortel du marché à terme, M. Hammesfahr, vient de dire (2), sous une forme nouvelle et intéressante, à quelles personnes on devrait, selon lui, interdire les marchés à terme et plus spécialement les marchés à termes, en grains, leurs actes étant des *marchés purement différentiels*, disons, pour interpréter sa pensée, des actes de spéculation blâmable, des actes pires que les actes de jeu.

« Quelle personne au courant du commerce peut avoir intérêt à vendre ou à acheter des grains sur une place où l'on opère à terme, pour y livrer ou y recevoir livraison, d'après les conditions fixées pour le trafic à terme ? » « Tout

(1) M. van Gülpen a, croit-il, trouvé un remède à la dépression constante des prix : Il s'agirait, ni plus ni moins que d'établir « pour les marchés à livrer la forme du change à la place des bordereaux », et de placer ces nouvelles lettres de change sous la législation très stricte de la lettre de change. Sur les places de bourse, on établirait des *entrepôts-contrôle* et l'on ferait pour ces entrepôts des statuts assurant la remise et l'enlèvement effectif de la marchandise (*Waarenwechsel, als Manuskript gedruckt*, septembre 1897). Les esprits les plus chimériques du parti agraire soutiendront-ils un tel projet de réforme ? Nous en doutons.

(2) Getreidehandel und Termingeschæft, article dans *Die Zukunft*, 22 mai 1897, p. 359.

homme au courant des questions commerciales ne pourra faire avec vérité que cette réponse : personne, excepté les commerçants en grains habitant cette place. »

Nous croyons qu'une telle observation est pratiquement peu utile et que les conséquences d'un tel principe seraient extrêmement dangereuses. Développons brièvement ces deux idées, tout en faisant, bien entendu, les plus expresses réserves sur les questions de savoir si les marchés se terminant par un gain différentiel n'ont point un rôle social et s'il serait *fort aisé* de tenir compte avec quelque exactitude des exceptions à établir à un principe posé d'une façon évidemment trop absolue. Les actes que M. Hammesfahr considère comme très spécialement néfastes au point de vue social (ces oppressions du marché par des marchandises inutiles, par des opérations n'ayant pour but que la dépression des cours (1)), ne peuvent-ils pas être faits par des personnes habitant la place, tout aussi bien que par des personnes étrangères ? tout un système de prête-nom ne serait-il pas facile à établir ? la disparition de la clause *port d'ordre*, à laquelle M. Hammesfahr a voué une haine toute spéciale, empêcherait une répartition proportionnellement plus exacte des marchandises à travers le monde. Une telle mesure atteindrait tous les arbitrages qui ne seraient pas combinés sur le marché même d'importation ; le public se trouverait à la merci de quelques grands négociants en grains, qui auraient entre leurs mains tous les moyens de ménager des *corners*, momentanés ou assez prolongés, sans que la concurrence des personnes étrangères à la place puisse les éviter d'une façon vraiment effective. Il est vrai que si cet isolement des marchés serait très dangereux socialement, il rendrait aux plus importantes maisons faisant le trafic effectif des grains leur ancienne autorité, ce qui ne serait point pour déplaire à M. Hammesfahr !

Plusieurs personnes ont repris une des propositions faites

(1) Voir II^e partie, chap. IV. Hammesfahr, *Getreidehandel und Terminbärsen*, p. 19.

devant la commission d'enquête : « n'autoriser un trafic à terme qu'avec la désignation de la provenance et du poids effectif » (1) ; « priver de toute action les marchés qui ne contiennent point une désignation de la marchandise d'après les règles courantes dans la meunerie, ou telles autres industries » (2). Ce seraient là des mesures déplorables bien que l'idée qui les inspire soit exacte, parce qu'elles auraient probablement pour conséquence une disparition du trafic à terme.

Si les seuls ennemis de la société sont ici les joueurs et les agioteurs, les seconds n'ont pas une influence persistante dans un sens déterminé ; on leur fait même beaucoup d'honneur en croyant qu'ils peuvent diriger les cours à leur volonté. Le marché à terme est nécessaire ; on n'en peut que diminuer les abus et, pour en diminuer les abus, ce qu'il y a de préférable c'est de rattacher plus étroitement le trafic à terme au trafic effectif : moindres tromperies sur la qualité, moindre importance des éléments étrangers au trafic, moindre scission du commerce effectif et de la pure spéculation.

(1) *Protokoll*, p. 29.

(2) Kienböck, *Der Terminhandel in Getreide*, Wien, 1897, p. 28.

TROISIÈME PARTIE

CHAPITRE PREMIER

LE PUBLIC DES BOURSES ET PLUS SPÉCIALEMENT DES BOURSES ALLEMANDES.

- I. — Le public des bourses en valeurs : les capitalistes ; les spéculateurs ; les commissionnaires et les courtiers.
- II. — Rôle respectif des courtiers, des commissionnaires et des spéculateurs dans les bourses allemandes en valeurs.
- III. — Le public des bourses en produits et marchandises : les producteurs, les industriels ; les commerçants en marchandises effectives ; les spéculateurs, les commissionnaires et les courtiers.
- IV. — Rôle respectif des courtiers, des commerçants en marchandises effectives, des commissionnaires et des spéculateurs dans les bourses allemandes en produits et marchandises.

I

Le public des bourses en valeurs varie, en des nuances infinies, sur les diverses places du monde : la réglementation du marché, sa situation géographique, son importance, ses tendances plus ou moins spéculatives, tout trouve son expression dans la composition des réunions de bourse et dans la répartition des fonctions entre leurs divers visiteurs ; aussi un exposé général ne peut-il comporter que des indications très vagues, de nature purement théorique ; tels

rôles complètement différents seront remplis parfois par une seule et même personne, d'une façon soit momentanée, soit permanente.

Il s'agit généralement de capitalistes, de spéculateurs, de commissionnaires et de courtiers ; souvent, des uns ou des autres.

Les capitalistes sont « ces personnes qui veulent acquérir des titres pour placer leur fortune ou qui veulent vendre des titres qu'elles possèdent (1) » ; Don Josseph de la Vega les appelait, au cours du XVII^e siècle, *les princes des rentes*, en son style imagé. Les spéculateurs sont celles qui font professionnellement des opérations aléatoires pour leur propre compte ; les commissionnaires, celles qui font profession d'opérer en leur propre nom et pour le compte d'autrui ; les courtiers, celles qui font profession de rapprocher les parties et de les aboucher.

Ce sont là des signes qui répondent plus au rôle primitif de chacun, à la nature de l'acte que chacun fait ou devrait faire d'une façon plus spéciale, qu'à un rôle réel, à des vérités effectives.

Nous allons chercher à préciser ces notions en ce qui concerne exclusivement les marchés allemands.

II

Les *capitalistes* ne fréquentent plus guère les bourses : le placement de capitaux disponibles, les opérations que *font de bons pères de famille* ne suffisent pas généralement à occuper une activité professionnelle ; et, d'autre part, comment un simple particulier pourrait-il conclure lui-même des opérations à la bourse, sans avoir connaissance précise des usages de la place, du crédit particulier de chacun, sans y aller régulièrement ?

(1) Struck, *Effektenbörse*, p. 1.

Les *capitalistes*, que nous rencontrons encore dans les bourses allemandes, sont, presque tous, de vrais spéculateurs au comptant. Ils achètent des valeurs non pas pour *placer* leur fortune, mais dans l'espérance de les revendre avec gains dans un délai plus ou moins proche. Nous les voyons toujours prêts à profiter des fluctuations de cours les plus minimes, à chercher dans une différence entre deux cours un certain bénéfice.

Aussi ou bien les capitalistes ne fréquentent pas la bourse et chargent des commissionnaires d'acheter ou de vendre pour leur compte, ou bien ils la fréquentent, « *font valoir ainsi leur fortune* » et (tant la tentation est grande et le péril éloigné et une délimitation franche entre actes non spéculatifs et actes spéculatifs difficile à tracer) les voilà aussitôt enrôlés, d'une façon plus ou moins nette, il est vrai, dans la foule bigarrée des spéculateurs à terme ou au comptant (1).

Reprenons cette définition générale, en corrélation avec le rôle primitif des courtiers, avec les caractéristiques particulières des courtiers de commerce (*Handelsmakler*), selon le Code de commerce allemand : celui qui fait profession de rapprocher les parties et de les aboucher est un courtier (2).

À l'origine, les courtiers mettaient les parties elles-mêmes en présence, donnaient leurs avis sur la qualité des marchandises, constataient un accord.

(1) Les capitalistes étaient autrefois assez nombreux à la bourse de Francfort ; leur nombre y diminue sans cesse. Il est *mal vu* à Hambourg de fréquenter la bourse ; les purs capitalistes y sont fort rares ; ce sont généralement d'anciens commerçants qui veulent se procurer sans grands risques d'assez fortes rentes et ne pas perdre leur ancienne habitude d'aller à la bourse. C'est à Berlin, d'une façon, peut-être plus spéciale, que les *quelques capitalistes*, qui ne spéculent pas à terme, apparaissent comme des spéculateurs au comptant et font des reports.

(2) Code de commerce allemand, livre I^{er}, titre VII ; article *Mäkler* de R. Koch dans le *Rechtslexikon de Holtzendorff*, 2^e édition ; Stuart, *De Amsterdamsche Makelaardij*, Amsterdam, 1879, p. 6 ; Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 394 ; Laband, *Die Lehre von den Mäklern mit besonderer Berücksichtigung des Entwurfs zum deutschen Handelsgesetzbuch* (*Zeitschrift für deutsches Recht*, t. XX, p. 2).

Avec le développement des relations commerciales, tout paraît plus complexe ; « il est de règle que les courtiers aient pleins pouvoirs pour contracter au nom et pour le compte de leurs clients avec n'importe quel individu » (1). Aussi « les vrais courtiers interviennent-ils (toujours) non comme représentants des parties, mais seulement comme intermédiaires. Leur rôle est de nature purement factice. Bien qu'ils transmettent le consentement d'une personne à une autre, ils ne donnent pas ce consentement au nom et comme représentants des parties » (2).

Nous avons défini le commissionnaire « celui qui opère professionnellement en son propre nom et pour le compte d'autrui ». C'est donc, théoriquement, un mandataire, une sorte de mandataire, si on préfère cette expression plus vague. Une personne charge telle autre d'acheter ou de vendre un nombre déterminé de titres, une quantité déterminée de marchandises d'une certaine qualité, à certaines conditions ; l'opération devra se faire au nom du mandataire et pour le compte du mandant.

Une telle distinction entre courtiers et commissionnaires est essentiellement factice : elle ne pourrait être fertile en conséquences dans la vie pratique que si les uns et les autres étaient liés à une nature déterminée d'opérations par des lois ou à la suite d'une entente respectées.

On peut voir, d'après la forme même des contrats, qu'en fait, les courtiers serviront généralement d'intermédiaires aux personnes présentes à la bourse ou dans la ville même, tandis que les commissionnaires représenteront celles que d'autres occupations ou tel autre motif tiendront éloignées de la bourse. C'est sur cette observation qu'est basée généralement sur les places allemandes toute distinction plus ou moins tranchée entre courtiers et commissionnaires.

Un principe très simple : dans le commerce, lorsqu'on ne

(1) Struck, *Effektenbörse*, p. 2.

(2) Arrêt du 12 janvier 1872, *Entscheidungen des Reichsgerichts in Civilsachen*, t. IV, p. 412.

peut faire directement une opération, on a une certaine tendance à s'adresser de préférence à son concurrent le moins dangereux, et, beaucoup plus encore, le désir des banquiers de ne point se voir déborder par les courtiers a eu pour conséquence, à Berlin, dans le monde des affaires, une entente non point entre courtiers et banquiers mais entre banquiers, qui décidèrent de ne plus utiliser les services de tout courtier qui contracterait avec des personnes étrangères à la bourse. Aussi, peut-on dire, en se basant sur une observation des faits et en écartant toute notion juridique, qu'à Berlin plus que sur toute autre place allemande le courtier est l'intermédiaire attitré des personnes présentes à la bourse, le commissionnaire le représentant des personnes absentes de la bourse.

Les courtiers libres opéreront souvent en leur propre nom et pour leur propre compte, généralement même, s'ils jouissent d'un vrai crédit ; aussi se couvriront-ils plus ou moins vite, selon qu'ils croiront augmenter ou diminuer leurs bénéfices en faisant immédiatement ou dans un certain délai une opération semblable et inverse ; les courtiers toucheront ici de très près aux spéculateurs et, en fait, tireront de leurs actes de spéculation une très notable part de leurs gains.

- On appelle spéculateur celui qui fait pour son propre compte des opérations aléatoires. Celui-ci n'empiètera pas généralement sur le domaine des courtiers et des commissionnaires, à moins qu'il ne s'agisse d'une de ces individualités louches qui cherchent partout et toujours une occasion quelconque de gains. Si, parfois, un courtier ou un commissionnaire au courant des *faibles* ou des *spécialités* de chacun, s'adresse à un spéculateur qu'il sait posséder les titres désirés, il le poussera à accepter tel marché en lui offrant un prix de quelques pfennigs plus élevé que le cours du jour ; c'est l'espérance d'une différence entre deux cours qui déciderait alors le spéculateur.

Il ne nous reste plus qu'à apercevoir le commissionnaire, devenant lui aussi spéculateur, spéculateur pour son propre

compte généralement, parfois aussi spéculateur « sur le dos de son client ». Le pur contrat de commission, après avoir joué un rôle considérable dans le monde des affaires, perd de jour en jour à la bourse son ancienne importance. C'est un trafic, voisin d'un trafic d'achat et de vente, masqué sous une forme bâtarde, qui en a pris peu à peu la place sur les marchés allemands. Depuis que la loi a reconnu aux commissionnaires le droit de contracter personnellement avec leurs commettants, un acte de spéculation se greffe assez souvent sur l'acte où ils sont les contreparties réelles de leurs clients ; les commissionnaires comme les courtiers libres, chercheront parfois, mais certes moins fréquemment, à profiter de la différence entre deux cours. Nous touchons ainsi à une confusion extrême des rôles de chacun.

A Berlin, courtiers et commissionnaires ont chacun un champ d'activité assez nettement déterminé ; quelques courtiers libres tiennent cependant de vraies banques et sont en relations suivies avec la clientèle étrangère.

A Hambourg, presque aucun, sinon aucun pur courtier : les personnes que l'on appelle *courtiers* sont généralement les commissionnaires des capitalistes et spéculateurs de la place et des places voisines (Altona, Harbourg), parfois même les commissionnaires des capitalistes et spéculateurs étrangers ; les grandes banques leur font une concurrence croissante depuis un certain nombre d'années ; tandis que le sectionnement entre courtier et banquier ressemblait [un peu autrefois à celui entre *broker* et *banker*, une confusion de toutes les opérations entre les mains des banquiers tend à se généraliser avec le développement des grandes institutions de crédit ; les « courtiers coteurs des cours » sont, presque seuls, à opérer, encore souvent, comme purs courtiers.

A Brême, les *courtiers* sont de vrais *courtiers* ; s'ils masquent parfois leur contrepartie ou se portent garants de la solvabilité de celle-ci, ils ne se présentent jamais, ou tout au moins rarement, comme mandataires de personnes étrangères, en opérant en leur propre nom et pour le compte d'au-

trui : le champ d'activité des courtiers et des commissionnaires est donc plus franchement délimité qu'à Hambourg.

A Cologne, il en est de même pour les courtiers qui ne sont point courtiers libres ; encore ceux-là ont-ils souvent des compères pour masquer la personnalité des donneurs d'ordres habitant quelque place voisine (Bonn, Dusseldorf) ; quant aux courtiers libres, on ne saurait les distinguer des commissionnaires avec quelque sécurité ; le mécontentement des banquiers de la place perce dans le refus fréquent de tout courtage pour une opération traitée avec eux : « on se les figurait *commissionnaires* en leur entendant crier un cours ; on ne s'attendait donc point à payer un courtage. » Ce n'est pas là, d'ailleurs, quelque chose de particulier à Cologne ; nous avons trouvé des traces de difficultés semblables sur de nombreux marchés.

A Francfort, les courtiers, qui fixent les cours, se contentent de rapprocher les parties, bien qu'ils se portent couramment garants de la solvabilité de leurs clients ; où est sur cette place la limite du champ d'activité des courtiers libres et des commissionnaires ? Nul ne le sait franchement, et des discussions en sont résultées maintes fois.

III

Une bourse en marchandises ou produits met en jeu les intérêts les plus divers : en plus des spéculateurs, des commissionnaires et des courtiers, qui ont leur place ici comme à la bourse en valeurs, nous pouvons y rencontrer des producteurs, des industriels et des commerçants en marchandises effectives, qui y avaient le rôle le plus notable alors que les bourses ne servaient qu'à l'acheminement immédiat des marchandises de la production à la consommation, et qui y jouent actuellement un rôle plus ou moins important, selon que les bourses ont conservé plus ou moins leur caractère primitif ou que le besoin de s'assurer contre les fluc-

tuations de cours ou quelque activité accessoire les attire ou non dans ce milieu de spéculation.

Précisons ces idées très vagues et très générales en ce qui concerne les seules bourses allemandes en marchandises ou produits.

IV

Les producteurs et les industriels fréquentent assez rarement les bourses en marchandises ou produits : ils ne demeurent point généralement dans le voisinage immédiat d'une bourse, se voient donc forcés de charger quelque commissionnaire de les représenter ; les opérations sur échantillons ne se font plus guère à la bourse : ils ne fréquenteront les bourses que lorsqu'ils demeureront près d'une place très importante et qu'ils utiliseront le trafic à terme ou désireront un endroit où l'on se trouve réuni pour causer d'affaires. Les grands propriétaires fonciers envoient souvent leurs agents dans les bourses de l'Allemagne orientale, qui ont, d'ailleurs, conservé leur ancien caractère et un important trafic effectif ; les grands meuniers et les directeurs des grands moulins fréquentent la bourse la plus proche de leur établissement ; plusieurs industriels en laines des environs de Leipsick se rendent à la bourse de cette ville afin de s'y renseigner sur la situation du commerce, d'y vendre ou d'y acheter à terme avec les intentions les plus diverses : ce sont là des exemples que nous n'avons point besoin de multiplier ; producteurs et industriels ne jouent à la bourse qu'un rôle tout à fait accessoire et minime, même dans les bourses de la Prusse orientale.

Les courtiers libres font concurrence aux commissionnaires, tant et si bien que les titres pris par chacun ne répondent souvent point à leur vrai rôle. Une distinction entre commerçants en marchandises effectives et commissionnaires est assez nette, mais jamais absolue sur les différents marchés du monde et notamment sur les marchés allemands.

Les *commerçants en marchandises effectives* détiennent des marchandises et en assurent la répartition entre les représentants plus ou moins immédiats de la consommation (commerçants en gros ou industriels) ; les *commissionnaires* sont les représentants des personnes désireuses d'opérer à terme, rarement de purs mandataires, plus souvent des négociants achetant ou vendant à terme à un prix déterminé, quitte à se couvrir sur le marché à terme ou à attendre un ordre semblable et inverse (1).

Dans beaucoup de maisons de commission, on se sent assez gêné lorsque quelque client veut effectivement livrer ou recevoir effectivement livraison en vertu de marchés à terme ou de marchés effectifs ; un agent particulier, connaissant la pratique du métier, les distinctions de qualités, est souvent attaché, à cet effet, aux notables maisons de commission. Les commerçants en marchandises effectives profitent généralement de toutes les occasions possibles pour se présenter comme mandataires des spéculateurs, afin de toucher des provisions.

Les purs spéculateurs sont rares dans les bourses en marchandises ; les marchés à terme y sont faits, pour le compte de personnes absentes, par les commissionnaires et par les commerçants en marchandises effectives.

A Berlin, le sectionnement entre commerçants en marchandises effectives et commissionnaires était très spécialement net à la bourse en produits ; l'interdiction du marché à terme en grains a eu pour conséquence le développement d'un notable trafic effectif dans les anciennes maisons de *commission* ; les courtiers libres y jouent les rôles les plus divers.

A Hambourg, le sectionnement entre commerçants en marchandises effectives et commissionnaires est beaucoup moins sensible avec une diminution des actes de spéculation ; les *courtiers* sont tout à la fois des agents, des mar-

(1) La disparition progressive de purs commissionnaires sur la presque totalité des places est très visible ; les *corn factors* de Londres ont déjà fait place aux *merchants* !

chands, des commissionnaires, parfois, mais rarement, des courtiers.

A Brême, presque rien que des commerçants en marchandises effectives, achetant et vendant en leur nom et pour leur propre compte ; les courtiers y demeurent de purs courtiers, appréciant la qualité des tabacs, des vins, des cotons et rapprochant les parties.

CHAPITRE II

LES COURTIERS, LES CAISSES DE LIQUIDATION ET LA FIXATION DES COURS SUR LES PLACES ALLEMANDES AVANT LA NOUVELLE RÉGLEMENTATION DES BOURSES.

- I. — Origines du courtage ; sa réglementation très stricte en Allemagne au moyen âge et au commencement des temps modernes ; persistance des anciens principes. — Atteintes successives au droit exclusif des courtiers à Hambourg et à Berlin. — Le Code de commerce supprime le monopole des courtiers et conserve leurs strictes obligations tout en donnant aux dispositions légales un caractère supplétoire.
- II. — Les courtiers de commerce à Berlin et en Prusse depuis l'entrée en vigueur du Code de commerce : leur médiocre situation ; leur violation courante de la loi. — Les agents de change à Francfort : leur importance, leur réglementation spéciale. — Projets de lois présentés en Prusse pour délier les courtiers de commerce d'une partie de leurs strictes obligations. — Suppression des courtiers officiels à Hambourg et à Brême.
- III. — Les courtiers libres : *Aufgabe, Propremakler*.
- IV. — Les banques de courtiers dans le trafic en valeurs : leur origine ; fonctionnement et importance des banques de courtiers de Berlin ; la banque de courtiers de Hambourg. — Attaques dirigées contre les banques de courtiers.
- V. — Les banques de courtiers dans le trafic en marchandises : les causes de leur échec. — Les caisses de liquidation ; principes, leur fonctionnement et les causes de leur importance à Hambourg, Magdebourg et Leipsick. — Attaques dirigées contre les caisses de liquidation.
- VI. — Principes généraux sur les cours de bourse. — Le cours des valeurs : le célèbre *cours unique* de la bourse de Berlin dans le trafic au comptant ; la fixation des cours dans le trafic à terme à la bourse de Berlin ; les cours des bourses de Francfort, Hambourg et Brême.

- VII. — Fixation du cours des marchandises : dans les bourses en produits de Berlin et de Stettin ; dans les associations de commerçants en café et en spiritueux de Hambourg.
- VIII. — Les cotes indiquant le cours des valeurs et des marchandises.

I

Le *courtage du commerce* (Handelsmaklerwesen), tel qu'il persistait sur la majorité des places allemandes avant la loi des bourses, est une institution qui se développa au moyen âge, joua un rôle très important au commencement des temps modernes, reçut une première atteinte lorsque les commerçants de chaque place prirent l'habitude de se réunir presque tous les jours à des heures et en des lieux déterminés, déclina rapidement lorsque se développèrent les relations internationales, pour faire place, dans la nouvelle loi des bourses et le Code de commerce révisé, aux *courtiers des cours* et aux courtiers libres appelés également *courtiers de commerce*.

Il nous semble impossible de comprendre les dispositions du Code de commerce allemand relatives aux courtiers sans remonter au moyen âge et au commencement des temps modernes ; elles sont si intelligibles pour quiconque se reporte à l'époque qui suivit les premières croisades et aux siècles suivants, qu'une incursion dans un passé fort lointain, et, hélas ! fort ténébreux, nous semble absolument nécessaire.

Les courtiers sont issus des besoins mêmes du commerce : ils tirent leurs origines de ces simples interprètes qui se chargeaient de guider les étrangers ignorants de la langue et des usages locaux (1). Le nom de *sensal* qu'on leur don-

(1) Schmoller, *Die strassburger Tucher-und Weberzunft*, p. 430, note 2 ; Goldschmidt, *Ursprünge des Maklerrechts ins besondere Sensal* (*Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, t. XXVIII, p. 115) ; Ehrenberg, *Makler, Hosteliers und Börse in Brugge vom 13 bis zum 16 Jahrhundert* (*ead. loc.*, t. XXX, p. 403) ; E. von Halle, *Geschichte des Maklerwesens in*

nait en Italie et parfois aussi en Allemagne, ne vient point du bas latin *censarius* (1), mais, comme l'a prouvé le professeur Goldschmidt, de la racine talmoud *safsar*, qui a le même sens que le mot latin *proxeneta* (2).

Le professeur Laband croit voir les premières traces du courtage, tel que nous l'entendons actuellement, dans ces personnes complètement désintéressées qui servaient au moyen âge, en pays germaniques, de témoins dignes de foi et qu'on avait coutume d'appeler pour constater un accord; ce seraient elles qui seraient devenues de *quasi-notaires*, nommés par les gouvernements et les corporations marchandes (3).

Cette doctrine, édictée avec beaucoup de finesse et à l'aide de documents fort intéressants, est en partie inexacte. Comme l'a dit M. Richard Ehrenberg, « le commerce a soin spontanément de se procurer ce qui répond à de telles nécessités de la vie, sans que l'intervention d'un fonctionnaire public vienne là et tout d'abord en question » (4). Le professeur Laband n'a aperçu qu'un côté, important sans doute, mais historiquement secondaire d'une question fort complexe.

Dès les XIII^e et XIV^e siècles, les courtiers (Unterkouffel, Undercoufer, Makelar) existaient en maintes cités soit comme membres d'une corporation, soit comme fonctionnaires pu-

Hamburg (pour paraître prochainement; nous en devons la communication des bonnes feuilles à l'auteur). Le règlement des courtiers de Hambourg révisé en 1740 nous parle encore des « courtiers qui tiennent auberge et reçoivent des hôtes dans leur maison » (art. 14, G. C. Bohn, *Wohlerfahrener Kaufmann*, Hamburg, 17.2, p. 76).

(1) Laband, *Die Lehre von den Mäklern mit besonderen Berücksichtigung des Entwurfs zum deutschen Handelsgesetzbuch* (*Zeitschrift für deutsches Recht*, t. XX, p. 18).

(2) Ursprünge (*Zeitschrift*, t. XXVIII).

(3) Laband, *Die Lehre*, p. 14 et s.; M. Struck dans son *Entwicklung des Instituts der beeidigten Makler in Deutschland im neunzehnten Jahrhundert*, publié comme appendix à son *Effektenbörse*, se rattache d'une façon encore étroite à cette doctrine.

(4) *Makler in Brugge*, p. 404. C'est d'ailleurs ce que reconnaît M. Laband (*Die Lehre*, p. 11) mais sans en tirer de conséquences importantes.

blics. Ainsi le voulaient les circonstances merveilleusement indiquées par le professeur L. Goldschmidt dans son *Histoire universelle du droit commercial* (1) : « le droit en vigueur au moyen âge, dans les relations non seulement ecclésiastiques mais encore internationales, ne repose pas sur la liberté, mais sur la contrainte et le contrôle, non pas bien entendu selon le point de vue religieux des chefs religieux, mais d'après la façon d'envisager les choses des personnes rattachées par un lien professionnel. »

Les deux pierres angulaires de la politique commerciale au moyen âge, le commerce des personnes étrangères à la cité (2) et l'approvisionnement en grains (3) jouent ici un rôle très important, parfois même capital et primordial. Les règlements défendant de rapprocher deux étrangers (4) et d'autres, moins anciens, chargeant les étrangers du paiement de tout le courtage (5) en sont une première preuve. Une autre est cette défense faite aux courtiers de chercher une contrepartie aux étrangers désireux d'acheter des grains (6). Une disposition fort ancienne et très courante interdit aux courtiers de faire des opérations commerciales : chaque gilde n'a-t-elle point sa sphère propre d'activité, celle des courtiers comme toute autre ; les courtiers étaient-ils de vrais fonctionnaires, leur rôle se trouvait par la force même des choses strictement délimité (7). Le courant de défiance

(1) *Handbuch des Handelsrechts*, 3^e édit., t. I, p. 142.

(2) Art. *Fremdenrecht* de R. Ehrenberg dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, t. III, surtout p. 692.

(3) Naudé (W.). *Deutsche städtische Getreidehandelspolitik* dans les *Staats- und socialwissenschaftliche Forschungen*.

(4) Rössler, *Deutsche Rechtsdenkmäler aus Böhmen und Mähren*, t. I ; *Das Altprager Stadtrecht aus dem XIV Jahrhundert*, Prag, 1845, p. 62.

(5) Notes dans Laband, *Die Lehre*, p. 32.

(6) V. notamment la défense faite en 1383 aux courtiers de Hamburg (E. V. Halle, *Zur Geschichte des Maklerwesens in Hamburg*).

(7) Goldschmidt, *Handbuch*, 3^e éd., t. I, p. 252 : « Le courtier doit être un intermédiaire impartial et étranger à l'opération, c'est pourquoi il lui est défendu de faire le commerce pour son propre compte, pour le compte d'autrui... ». Ce fut bien là, de fort bonne heure, le motif de cette disposition sur la grande majorité des marchés, nous n'en croyons pas moins

qui soufflait à cette époque fit imposer cette restriction, comme elle fit imposer aux courtiers par eux-mêmes, pour empêcher toute concurrence déloyale, une taxe fixe que nul ne pourrait ni dépasser, ni surtout diminuer.

Le droit exclusif (1), qu'on reconnut aux courtiers, de rapprocher et d'aboucher les personnes désireuses de faire telle catégorie d'opérations fut la conséquence naturelle de leur organisation en gildes (2) ou de leur qualité de *serviteurs de la corporation des marchands* (3).

De fort bonne heure, on entendit des plaintes contre les courtiers ; on disait couramment : *un mauvais commerçant est un bon courtier* (Een slechten Koopmann is een gooden Mokler) ; les auteurs nous transmettent les plaintes de leurs générations et des siècles précédents lorsqu'ils nous disent : *Proxenetæ abundant mendaciis* (4) : *communitèr vero ex decoctibus fallitis et foro cedentibus hoc hominum genus pullulat* (5).

que les premières traces d'une telle défense se rapportent à une autre idée, beaucoup plus d'accord avec l'organisation de commerce au moyen-âge. MM. Laband, *Die Lehre*, p. 25, et Struck, *Effektenbørse*, p. 189, se rapprochent beaucoup de cette façon de voir lorsqu'ils pensent qu'il s'agissait à l'origine de protéger les membres des gildes contre la concurrence des courtiers.

(1) « Une disposition d'après laquelle les parties doivent se servir d'intermédiaires et ne peuvent opérer directement entre elles ne se rencontre pas en réalité en Allemagne » (Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 396). Nous n'avons trouvé qu'une seule trace d'une telle disposition : l'intermédiaire d'un courtier était nécessaire à Francfort-sur-l'Oder pour vendre des harengs (Riedel, *Codex diplom. Brandenb.*, t. XXIII, p. 176). Le Code général pour les Etats prussiens croyait cependant devoir s'exprimer en ces termes dans son article 1305 du titre VIII de la II^e partie : « Les marchands sont libres de négocier et de conclure leurs affaires sans courtiers soit par eux-mêmes, soit par leurs commis » ; cf. également le règlement des courtiers de Hambourg, révisé en 1740, art. 5. Ce droit exclusif eut aussi, maintes fois, un motif fiscal : le gouvernement ou la corporation des marchands vendant les charges de courtiers (voir notam. v. Halle, *Die freie Handelsmakler in Bremen und seine Stellung. Jahrbücher für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft*, Jahrg. XVII, p. 427).

(2) Toutes les gildes tendirent au moyen-âge vers un droit exclusif.

(3) Struck, *Effektenbørse*, p. 190.

(4) Straccha, dans sa *Dissertatio de Proxenetis*.

(5) Marquard, *Jus mercat.*, liv. I, ch. VIII, n° 61.

Le désir d'avoir des intermédiaires impartiaux apparut alors avec toute son importance : les dispositions existantes, assez strictes, furent conservées comme offrant de sérieuses garanties ; d'ailleurs les circonstances auxquelles elles devaient leur origine avaient persisté dans une assez large mesure. C'est généralement à ce seul moment que se forma la majeure partie du système de réglementation, non sans rappel de telle interdiction isolée et cadrant souvent assez mal avec l'ensemble des nouvelles dispositions. La défense faite aux courtiers de trafiquer eux-mêmes n'était-elle pas un sûr garant de leur impartialité ; une taxe fixe n'empêchait-elle pas toute cause de préférence entre les divers commerçants ?..

Le courtier ne devait se charger que de rapprocher les parties et de les aboucher : tout autre rôle dans la vie commerciale était inconciliable avec celui-ci. Défense expresse, sous des peines plus ou moins graves, de s'immiscer dans une telle fonction.

Toute cette réglementation n'entravait pas (1) d'une façon fort sensible les relations commerciales, telles qu'elles existaient au moyen âge et au commencement des temps modernes, et offrait de sérieuses garanties. Mais lorsque le commerce prit un certain développement, toutes dispositions très strictes apparurent comme des liens que l'on chercha à détendre, puis à rompre.

Lorsque les commerçants se réunirent quotidiennement à la *bourse*, ils contractèrent de plus en plus directement entre eux ; la preuve du marronnage devint de moins en moins aisée. Que le contrat de commission prenne une grande importance, que les commissionnaires cherchent à éviter tout droit de courtage qui réduirait singulièrement

(1) Laband (*Die Lehre*, p. 51) : « Ce n'était pas une prédilection du moyen âge pour les corporations et les privilèges qui limitait la profession de courtier à l'activité d'un petit nombre de personnes ; mais c'était une réelle nécessité du monde commercial. » Nous croyons cette observation, en principe, inexacte.

leurs provisions et, d'autre part, que le *marché à terme de bourse*, dont les cours oscillent très vite, ne permette plus d'attendre des jours ni même des heures la conclusion des contrats ; et le courtage officiel va recevoir une sérieuse atteinte, pour disparaître et faire place à telle institution nouvelle.

On cherchera à résister contre ce courant : on invoquera la nécessité de posséder des mandataires impartiaux, dont l'intérêt ne soit pas en contradiction avec celui de leurs mandants, d'assurer une exacte fixation des cours... Inutiles efforts ; on se verra forcé de modifier des règles surannées.

Avant de voir la dernière réglementation du *courtage de commerce*, il nous faut raconter divers épisodes de la lutte séculaire des courtiers officiels et des courtiers libres ou commissionnaires qui les débordaient sans cesse : un tel exposé historique sera très riche en enseignements ; il nous montrera combien était fausse la situation faite par la loi allemande à ceux qu'elle voulait conserver, sans leur assurer la moindre protection, et en leur interdisant les actes devenus ou tout au moins considérés comme nécessaires dans les relations commerciales ; il nous apprendra également que le courant vers une liberté absolue du trafic était si fort que nul n'aurait su y résister sans imposer, lors de toute transaction, l'intervention d'un courtier.

A Hambourg (1) « aux diverses époques, la députation a fait usage avec une sévérité variable de la faculté de punir les courtiers-marrons, mais toujours avec le plus minime succès ». Les amendes furent inutiles ; on eut beau mettre au carcan ceux qui violaient la loi ; c'étaient des commerçants ou des personnes appartenant à la classe commerciale qui devaient prononcer les peines et ceux-ci étaient généralement d'une extrême faiblesse pour un tel délit (2).

(1) Nous faisons cet exposé d'après le travail de E. v. Halle, *Zur Geschichte des Maklerwesens in Hamburg*.

(2) Les peines que l'on pouvait prononcer en vertu de l'article 4 du règlement révisé de 1740 étaient aussi très minimes (G. c. Bohn, *Wohlfahrtener Kaufmann*, p. 77).

Les habitants d'Altona, qui ne se trouvaient point sous les coups de la loi, fournirent une quantité considérable de courtiers-marrons, contre lesquels aucune mesure ne parut d'abord possible. « Le seul moyen, autant qu'il s'agissait d'Hambourgeois, resta toujours d'admettre de temps en temps un certain nombre de courtiers-marrons comme courtiers. » A la fin du siècle dernier, ceux-ci se virent débordés; en 1816, un règlement rétablit la majeure partie des anciennes prescriptions; quelques modifications apportées dès 1817 furent inutiles parce que leur sanction était trop peu sévère. Le règlement de 1824 prononça une amende assez forte contre tout acte de marronnage; disposition encore inutile; par une interprétation très restrictive de son texte, la juridiction consulaire lui enleva toute son importance.

A Berlin (1), la lutte se dessina d'une façon plus spéciale entre courtiers et commissionnaires ou prétendus commissionnaires; elle semble n'avoir pris un caractère aigu que dans le premier quart de ce siècle; elle remonte cependant sensiblement plus haut dans l'histoire puisque, en 1820, les anciens de la corporation des marchands nouvellement transformée, en exprimant leur impuissance dans la lutte contre le marronnage, invoquaient « une longue et multiple expérience ».

Lorsque les moyens de communications, les relations postales furent devenues plus faciles et plus régulières, fabricantsetnégociantsétrangers chargèrent quelque commerçant, habitant Berlin, d'acheter ou de vendre telle marchandise en son nom mais pour leur compte. Les commissionnaires devinrent bientôt si nombreux que le *règlement des professions* de 1811 leur reconnut expressément une existence distincte;

(1) Nous avons eu la bonne fortune de pouvoir consulter dans les archives de la corporation des marchands de Berlin les dossiers relatifs à la lutte contre les courtiers-marrons; dans son ensemble, l'exposé donné par M. Struck (*Effektenboerse*, p. 199 et s.) sur la base des mêmes documents est exact; nous le compléterons d'une façon très notable sur de nombreux points avec des renseignements puisés dans les cotes M. 3, M. 6, M. 10.

diverses autres ordonnances, quelque peu postérieures, en font mention comme d'une classe notable et spéciale de commerçants.

C'est à l'abri des dispositions relatives aux commissionnaires que le marronnage se développa sans cesse : toutes les longues procédures judiciaires ne laissent-elles pas évanouir les témoignages, qu'il faut recueillir et apprécier de suite ? La loi n'était-elle point facile à tourner ! la preuve difficile à faire ! L'acquiescement de vrais courtiers-marrons jeta l'étonnement dans le monde commercial : les tribunaux avaient constaté l'état apparent des choses et déclaré que, puisqu'il s'agissait de *provision* et non de *courtage*, il ne pouvait être question d'atteintes au privilège des courtiers, l'on ne pouvait se trouver dans les circonstances prévues par le titre VIII, livre II du code général pour les Etats prussiens (1).

Les commerçants se montrèrent, sans cesse, plus favorables aux courtiers-marrons ; le privilège exclusif des courtiers assermentés leur paraissait une atteinte à la liberté du commerce, les gênait dans leurs relations d'affaires, leur enlevait certaines facilités : de nombreuses personnes, peu désireuses de voir inscrit, dans la cote officielle, le prix auquel elles avaient opéré, refusaient de se servir de l'intermédiaire des courtiers assermentés, qui avaient le devoir d'indiquer au comité directeur de la bourse les divers prix auxquels on avait conclu des opérations par leur entremise (2) !

La vérité sut se déguiser sous des formes sans cesse plus habiles : les courtiers-marrons ne faisaient point échanger des bordereaux, mais ils abouchaient immédiatement les parties et les laissaient fixer directement les clauses de leurs marchés (3).

En 1826, sur les 120 visiteurs de la bourse, il y avait, dit-on, « quarante respectables banquiers, commerçants et ca-

(1) *Archives*, M. 3, 1^{re} et suiv.

(2) *Archives*, M. 3, p. 93.

(3) *Archives*, M. 3, p. 47.

pitalistes, vingt courtiers assermentés, et une soixantaine de courtiers-marrons », qui se faisaient appeler commissionnaires. Ceux-ci se présentaient le matin, chez les commerçants importants, y recevaient les ordres, qu'ils exécutaient avant la bourse ou à la bourse (1); ils se livraient aussi au trafic en détail, allaient de maison en maison solliciter les ordres de petits capitalistes ou marchands : dans ce dernier cas, ils étaient fort souvent de vrais commissionnaires.

Les anciens de la corporation des marchands trouvaient les vraies caractéristiques du marronnage dans ce moment où « quelqu'un, sans être institué par le gouvernement, sert d'intermédiaire entre deux personnes, tandis que les parties signent elles-mêmes contrats et bordereaux (2) ». Le gouvernement comprit la distinction d'une façon différente : « les fonctions exclusives des courtiers officiellement institués et assermentés, en ce qui concerne l'entremise d'opérations, se restreignent aux seuls marchés qui sont faits ou conclus entre commerçants (3). » Cette dernière interprétation n'était pas seulement inexacte, elle était aussi malheureuse ; « la catégorie des non-commerçants est toujours susceptible d'une extension illimitée » ; c'est ainsi que les acheteurs anglais, qui étaient les principaux clients du marché en laines, déclaraient être des industriels parce qu'ils avaient quelques intérêts dans une fabrique ; les filateurs qui affluaient aussi sur le marché ne devaient certainement pas être considérés comme des *commerçants* (4) ! Quant au remède, que proposa

(1) *Archives*, M. 3, p. 107 ; ces courtiers-marrons se livraient, dit-on, aux manœuvres suivantes : après s'être assurés que l'offre dépassait sensiblement la demande ou la demande l'offre, ils faisaient l'opération avant la bourse à des conditions déterminées et en se réservant de désigner plus tard la vraie contrepartie ; durant la bourse, ils savaient amener par quelque opération une baisse ou une hausse ; c'est alors seulement qu'ils étaient sensés avoir opéré pour les commissionnaires (*eod. loc.*).

(2) *Archives*, M. 3, 4^a et *passim*.

(3) *Berliner Intelligenz-Blatt*, 20 avril 1836.

(4) *Archives*, M. 10, lettre des courtiers en laines du 22 mai 1837.

alors le gouvernement et sur lequel il revint à maintes reprises, celui de nommer d'autres courtiers puisque les courtiers officiels ne suffisaient point ainsi que le prouvait l'existence du marronnage, il était d'une naïveté enfantine, d'une naïveté dont nous retrouvons des traces lors de toute lutte contre les intermédiaires qui ne seraient point autorisés.

Les plaintes des courtiers en laines ne furent guère écoutées ; les anciens engagèrent ceux-ci « à porter chaque cas particulier à la connaissance des tribunaux » ; ils ne demandèrent aucune modification très notable de la législation actuelle : « les courtiers sont institués en vue du trafic, afin de le faciliter, et non afin de faire gagner de l'argent » ; ils ne doivent pas avoir « un privilège qui serait en contradiction avec les lois sur la liberté des professions » ; « il faut tenir compte » des nouvelles dispositions relatives aux commissionnaires ; d'ailleurs, celles-ci reconnaissent un état de chose très respectable et se trouvent d'accord avec l'intention de tous les législateurs successifs. Quant à l'obligation de se servir de l'intermédiaire des courtiers, elle ne trouve de confirmation « ni dans la nature des choses, ni dans le courtage » ; « l'article 1305 de la seconde partie du Code général prussien ne parle que d'une fonction potestative et non obligatoire ; l'article 122 de la loi du 8 septembre 1811 et l'ordre de cabinet du 11 juin 1836 sont aussi en ce sens ». Il faut donc respecter les personnes dont l'activité « se restreint à acquérir des droits et obligations pour un donneur d'ordre » (1).

Les courtiers essayèrent de faire reconnaître leur entremise comme nécessaire ; mais, dès le 2 juin 1837, le président de police disait expressément qu'« on ne pouvait refuser à tout commissionnaire, qui se soumettrait aux règlements de police, de faire des opérations à la bourse ».

Les courtiers en valeurs exposèrent en leur faveur un argument qu'ils savaient atteindre les commerçants : avec un

(1) *Archives*, M. 10, lettre des anciens au roi du 26 mai 1837.

tel état de choses, vous ne trouverez plus au cours des temps un intermédiaire en qui vous puissiez avoir confiance (1); inutile effort. Les courtiers en laines protestèrent de nouveau contre l'interprétation gouvernementale qui venait d'être confirmée, car « les opérations se font généralement entre producteurs et commerçants, producteurs et fabricants, producteurs et négociants qui n'ont pas les droits des commerçants, négociants ainsi désignés et commerçants ordinaires, commerçants et fabricants (2) ».

Durant les années suivantes, l'interprétation du gouvernement et celle des anciens ont toutes deux leurs partisans; les tribunaux se trouvent dans le plus grand embarras (3); les avis que donne la corporation sont très nets: « les commerçants ne sont nullement forcés, d'après les dispositions actuelles, de se servir de courtiers (4) »; les courtiers en laines proposent une nouvelle distinction: ils auraient un droit exclusif toutes les fois qu'il s'agirait d'opérations faites par des personnes de la place, les commissionnaires pourraient offrir leurs services à toutes personnes étrangères (5). Les anciens songent à demander une intervention du législateur (6); le marronnage se développe; le ministre intervient (7); on lui répond que tous les efforts sont inutiles: les tribunaux constatent qu'il n'y a point actes de courtage mais actes de commission (8). Le règlement des professions de 1845 prononce en son article 177 une amende contre tout courtier-marron; le gouvernement s'étonne que cette mesure, ainsi que les dispositions existantes, restent

(1) *Archives*, M. 10, lettre des courtiers en valeurs du 4 août 1837.

(2) *Archives*, M. 10, lettre des courtiers en laines du 28 mars 1838.

(3) *Archives*, M. 10, Lettre de l'Oberappellationssenat des Kammergerichts du 8 juillet 1841 aux anciens de la corporation.

(4) *Archives*, M. 10, lettre des anciens du 24 août 1841 en réponse à la précédente.

(5) *Archives*, M. 10, lettre des courtiers en laines du 11 octobre 1841 à l'Oberappellationssenat.

(6) *Archives*, M. 10, lettre des anciens du 23 octobre 1841.

(7) *Archives*, M. 10, lettre du ministre, 2 août 1844.

(8) *Archives*, M. 10, lettre des anciens du 23 septembre 1844.

inutiles (1) ; les anciens considèrent que les peines inscrites dans les lois et règlements sont *très sévères, même dures*, mais qu'elles ne peuvent avoir aucun résultat parce qu'il est difficile de distinguer les opérations de commission des opérations de courtage, parce que les commissionnaires sont reconnus expressément et parce que les courtiers officiels ne savent point rassembler les preuves (2). En 1851, les plaintes se succèdent sans cesse (3) : plus que jamais les anciens, découragés, laissent aux courtiers le soin de se défendre (4) : l'année suivante, l'on constate que « les courtiers-marrons se rendent chaque jour dans les bureaux des commerçants ainsi qu'à la bourse et s'offrent pour l'entremise d'opérations en marchandises et produits d'espèces et qualités déterminées entre acheteur et vendeur, reçoivent des échantillons et réunissent les ordres ; ils s'entremettent pour des opérations à livrer entre acheteurs et vendeurs, et ne s'engagent point comme acheteurs ou vendeurs personnels, mais comme intermédiaires en demandant : « qui est acheteur, qui est vendeur ? » ; ils émettent pour des opérations ainsi entremises des bordereaux au nom de l'acheteur et à celui du vendeur, les font signer des deux parties et échanger par elles ; pour toutes les opérations, ils reçoivent, bien entendu, la même gratification sous le nom de *provision*, que nous considérons, d'après la loi et d'après les usages des bourses, comme un courtage (5) ».

Toute barrière était donc, en réalité, rompue. C'est après ces luttes et d'autres luttes assez semblables, mais généralement moins vives, que le projet de Code de commerce fut élaboré (6). Une seule question fut alors assez vite résolue : le droit exclusif des courtiers devait disparaître ; il fallait

(1) *Archives*, M. 10, lettre ministérielle du 9 décembre 1849.

(2) *Archives*, M. 10, réponse des anciens du 29 décembre 1849.

(3) *Archives*, M. 10.

(4) *Archives*, M. 10, lettre des anciens du 28 mai 1851.

(5) *Archives*, M. 10, lettre adressée aux anciens le 31 août 1852.

(6) *Preussische Motive et Lutz, Protokoll der Kommission zur Berathung eines allg. Handelsgesetzbuchs*, passim.

mettre fin à la contradiction des faits et de la loi et renoncer à une lutte inutile.

Les courtiers officiels pouvaient-ils subsister en de telles circonstances ? On disait, en invoquant la concurrence aisée des courtiers libres, qui auraient complète liberté d'allures : « Ou bien ils sont perdus, ou bien ils violeront leurs devoirs, ou bien ils renonceront à leur fonction et deviendront courtiers libres » (1). D'ailleurs, il n'était point facile de faire une législation uniforme : à côté de règlements plutôt stricts, on rencontrait des dispositions assez douces ; l'institution du courtage n'avait pas partout, comme nous l'avons vu, ni la même origine, ni le même caractère... La commission finit par se décider en faveur d'une réglementation assez sévère, tout en lui donnant, en réalité, un rôle supplétoire (article 84 du Code de commerce)... « Il est réservé aux législations des divers Etats de compléter les dispositions de ce titre suivant les besoins locaux et elles peuvent notamment attribuer aux courtiers le droit exclusif de s'entremettre dans les opérations commerciales. Les législations des divers Etats ou les règlements locaux peuvent aussi soit s'élargir, soit restreindre le cercle des fonctions et attributions ou l'étendue des devoirs que le présent titre détermine pour les courtiers de commerce » (2). Résumons les dispositions du Code de commerce relatives aux courtiers de commerce (3).

Les *courtiers de commerce* étaient, en une certaine mesure, des *fonctionnaires* (Beamte), « mais nullement des fonctionnaires au sens que l'on donne à cette expression dans beaucoup d'Etats » (4) ; ils étaient nommés et institués par une autorité et assermentés près d'un tribunal, désigné par les lois particulières de chaque Etat. Il leur était défendu, sous

(1) Lutz, *Protokoll*, p. 117.

(2) Nous suivrons la terminologie du Code de commerce et non celle du projet du Code de commerce révisé et nous entendrons par *courtiers de commerce* les anciens courtiers officiels.

(3) Behrend, *Lehrbuch*, t. 1, p. 395 ; Goldschmidt, *System*, p. 108 ; Staub, *Kommentar*.

(4) Lutz, *Protokoll*, p. 113.

peine d'amendes et d'autres mesures disciplinaires, fixées avec plus ou moins de rigueur par chaque gouvernement particulier (1), afin d'assurer leur concours impartial, de « faire aucune opération commerciale pour leur propre compte, ni directement, ni indirectement, ni comme commissionnaires » (art. 69, n° 1); de « s'obliger personnellement à l'exécution des marchés dans lesquels ils s'entremettent, ou s'en rendre garants » (art. 69, n° 1); d'être « représentants, fondés de pouvoir, ou commis d'aucun commerçant » (art. 69, n° 2); de « s'associer avec d'autres courtiers pour faire tout ou partie des actes qui constituent le courtage » (art. 69, n° 3). Il leur était ordonné, sous les mêmes sanctions et pour un motif identique, de « faire en personne les actes de leur ministère » (art. 69, n° 4); de « garder le secret sur les ordres, la négociation des affaires et leur conclusion » (art. 69, n° 5); d'exiger que, dans toutes les affaires, le consentement des parties ou de leur mandataire soit donné personnellement et d'une manière expresse » (art. 69, n° 6). Les courtiers de commerce devaient tenir, « outre leur carnet, un livre-journal où ils consigneraient chaque jour toutes les affaires conclues par leur ministère » (art. 71) et « délivrer à chacune des parties, après la conclusion de l'affaire, un bordereau signé par lui » (art. 73). La disposition de l'article 77 : « le livre-journal régulièrement tenu, de même que les bordereaux du courtier fournissent en règle générale la preuve de la conclusion d'une affaire et de son objet », a été abrogée par la loi introductive du Code de procédure civile (art. 13, n° 2) : au juge d'en apprécier la valeur probante.

(1) Ex. : loi introductive du Code de commerce dans le royaume de Prusse, art. 9 : « les courtiers de commerce qui violeraient les devoirs imposés par l'art. 69 seront punis d'une amende de 25 à 500 thalers ; au cas de récidive, il pourra en outre être prononcé la déposition. »

II

Presque toutes les lois introductives du Code de commerce (1) contenaient des articles confirmant, complétant ou modifiant les dispositions générales ; plusieurs lois sont intervenues depuis lors, soit pour supprimer les courtiers officiels, soit pour les délier de certaines obligations. Un seul Etat a conservé le monopole des courtiers (2). Les dispositions, qui prévoyaient la possibilité de les rétablir, sont restées à l'état de lettre morte (3).

Suivons l'histoire des courtiers officiels sur les différents marchés depuis l'entrée en vigueur du Code de commerce. A Berlin (4), ceux-ci acceptèrent, en principe, les nouvelles dispositions, mais, pour tenir tête à une redoutable concurrence, s'en jouèrent en réalité : ils communiquèrent des bordereaux qui, au lieu de contenir mention d'une contrepartie, portèrent *par ordre* ; ils promirent sans doute de nommer ultérieurement la vraie contrepartie et se présentèrent au jour de l'échéance comme les mandataires d'une personnalité feinte ; divers banquiers leur servirent de prête-noms, « d'hommes de paille » ; entre 1860 et 1870, les bénéfices des courtiers officiels furent considérables. Les poursuites, dirigées en 1872 par la corporation des marchands et sur les instances du gouvernement contre un courtier officiel qui avait violé ses devoirs, finirent par une condamnation à une amende de 50 thalers ! Mais si les courtiers officiels acceptaient encore d'être garants de la solvabilité d'une personne,

(1) Lutz, *Protokoll, Einlagenband* III.

(2) Règlement du 22 sept. 1864 relatif à l'institution des courtiers de commerce dans le grand-duché de Hesse, art. 2 (*Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, t. VIII, p. 495).

(3) Loi introductive du Code de commerce dans le royaume de Prusse du 24 juin 1861, n° 9, § 2) : « le droit d'accorder aux courtiers un droit exclusif peut pour chaque place être reconnu par ordonnance royale d'après les nécessités locales pour toutes ou quelques classes de courtiers. »

(4) Struck, *Effektenbörse*, p. 246.

« faisaient des opérations en leur propre nom pour leur propre compte, en leur propre nom pour le compte d'autrui, au nom d'autrui pour leur propre compte (1) », lors de l'enquête sur la bourse, ils n'avaient point conservé une situation importante : beaucoup ne gagnaient plus que de deux à trois cents marks par mois. « En ce qui concerne même les opérations au comptant, le courtier non assermenté fait une terrible concurrence ; ce n'est pas tout, en beaucoup de circonstances, acheteurs et vendeurs se rencontrent directement pour éviter les courtages » (2).

Pour citer le mot, trop familier sans doute, mais expressif, d'un expert de la commission d'enquête : « la plupart des courtiers (officiels) ne vivent à Berlin que de la main dans la bouche » (3).

Ce qui porta une atteinte toujours plus grave à la situation des courtiers officiels, ce fut l'augmentation progressive de courtiers libres d'honorabilité et de solvabilité connues ; en ce qui concerne le trafic en valeurs, la fondation de *banques de courtiers* (Maklerbanken), en ce qui concerne surtout le trafic en produits, la compensation des ordres reçus par une même maison de commission n'y furent point étrangères. Ajoutons que les dispositions légales étaient des liens que l'on déliait sans doute, mais qui gênaient cependant et qu'une diminution du taux du courtage ne fut pas parfois (mais, il est vrai, à titre purement exceptionnel) un médiocre attrait pour commissionnaires et spéculateurs. Le marché au comptant resta aux courtiers officiels dans une très large mesure, car c'étaient eux qui *faisaient le cours unique* ; le marché à terme leur échappa bien qu'ils fussent chargés de

(1) Lœb, *Kursfeststellung und Maklerwesen an der Berliner Effektenbörse. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, t. XI de la III^e série, p. 248. — La preuve la plus saisissante du médiocre respect des dispositions légales de la part des courtiers officiels c'est qu'un de ces derniers avait formé une sorte de *banque de courtiers* (Material, *Sten. Ber.*, p. 853).

(2) Material, *Sten. Ber.*, p. 1246.

(3) *Eod. loc.*, p. 2397.

fixer officiellement le premier cours et le dernier et d'indiquer les fluctuations intermédiaires.

A Stettin, plus un seul courtier officiel dans le trafic des grains ; à Breslau, les derniers courtiers officiels en marchandises avaient renoncé à une lutte inutile. Si à Francfort les *agents de change* (Wechselmakler) avaient conservé une situation très importante, cela provenait de la fortune de certains d'entre eux, qui leur donnait un vrai crédit, et aussi d'une législation moins stricte, votée par la ville libre avant d'être rattachée au royaume de Prusse.

Lors de l'introduction du Code de commerce, Francfort avait conservé son ancienne législation relative au courtage ; elle se réservait de publier bientôt une loi spéciale, qui fut, en effet, promulguée le 9 décembre 1864.

« Les dispositions du Code de commerce allemand, contenues en l'article 69, n° 1, d'après lesquelles les courtiers ne doivent pas s'engager personnellement, ni se porter garants pour les opérations qu'ils entremettent, ne trouvent pas d'application lors d'opérations sur valeurs ou produits du pays. Si un courtier officiel veut faire un placement de capitaux ou des opérations pour son propre compte, il doit l'annoncer à l'autre personne (1). »

Ce n'était point là une réforme à proprement parler ; toutes les dispositions de l'article 69, n° 1, du Code de commerce n'étaient point écartées : il était toujours défendu aux courtiers officiels d'opérer pour leur propre compte ou en tant que commissionnaires (2). Mais les courtiers purent, après avoir trouvé une contrepartie, masquer la personnalité de leurs clients ou se porter garants de leur solvabilité ; ceci s'établit, d'ailleurs, bientôt, presque en système tant les contrats ou ententes entre banquiers et courtiers contenaient fréquemment une clause en ce sens. Il n'était pas difficile avec une telle législation de cacher un trafic pour son propre

(1) Art. 7 ; dans *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. IX, p. 121 ou Puls, *Handbuch*, p. 40.

(2) Puls, *Handbuch*, p. 41.

compte et d'attendre pour se couvrir un temps plus ou moins long (1). On prétend que les courtiers officiels de Francfort ne s'en firent point faute, invoquant souvent une *pointe* (fraction d'un ordre pour laquelle on n'a point trouvé une contrepartie), deux, trois, dix fois plus considérable que l'opération principale. Les dispositions légales ont permis de masquer souvent un vrai trafic de commission avec des personnes étrangères à la place : n'insistons pas sur ce point puisque les principaux intéressés, les banquiers de Francfort, n'ont pas laissé percer devant nous la moindre plainte.

Les courtiers officiels possédaient un *syndicat*, à l'instar, sans doute, des agents de change parisiens : « pour fixer et publier les cours exacts auxquels ont été faites à la bourse de Francfort des opérations de change... et pour représenter l'ensemble des agents de change assermentés, il est nommé un comité sous le nom de syndicat des agents de change (2) ».

On proposa, à maintes reprises, de supprimer les courtiers officiels dans le royaume de Prusse ou de les y délier d'une partie de leurs strictes obligations (3). Les corporations marchandes de Dantzig, Memel et Stettin demandèrent pour leurs courtiers maritimes le droit de recevoir les ordres de personnes absentes ; celle de Königsberg proposa de généraliser une telle mesure ; celle de Berlin proposa une distinction entre les commerçants, qui habitaient la ville et se reposaient, peut-être, en leur villa de Thiergarten, et les personnes étrangères à la place : les premiers pourraient envoyer leurs ordres par écrit ; les autres devraient forcément s'adresser aux commissionnaires. La corporation des marchands de Berlin, où les banquiers et les intérêts analogues à ceux des banquiers sont fortement représentés, comprenait très bien quelle redoutable concurrence les courtiers pourraient faire aux commissionnaires en recevant les ordres des étrangers et en se contentant d'un droit de courtage. Un

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 1687.

(2) Puls, *Handbuch*, p. 51.

(3) Ring, *Maklergesetzentwurf*, p. 46.

projet de loi qui contenait l'abrogation de l'article 69, n° 6 (défense de prêter ministère aux personnes qui ne donnent point oralement leurs ordres (1)) fut repoussé, en 1867, par la Chambre des représentants, après deux jours de débats. Peu de temps après, le ministre du commerce demanda aux corps commerciaux s'ils étaient favorables à une suppression des courtiers officiels ; la grande majorité d'entre eux répondit d'une façon affirmative ; ceux de Francfort et Berlin résistèrent presque seuls, mais avec énergie.

Les anciens de la corporation des marchands de Berlin insistèrent, à cette occasion (2), sur un point fort intéressant ; les courtiers officiels ne peuvent-ils pas développer en système ce qui existe déjà actuellement d'une façon notable et permet de respecter la loi tout en tenant compte des exigences de la vie pratique ? Si la situation du marché paraît favorable, promettre une contrepartie à telles conditions et aboucher ultérieurement quelque personne avec le client (3).

A Hambourg, après l'introduction, sans sérieuses modifications, des dispositions du Code de commerce « le plus grand nombre des affaires tomba entre les mains des courtiers libres, tandis que ceux qui restaient en fonctions étaient soit des vieillards, qui étaient peu ou point occupés et qui voulaient rester fidèles à leurs vieilles habitudes, soit des entremetteurs en commerce clandestin ou en détail, qui profitaient de ce titre pour se procurer une confiance affirmée publiquement (4) ». Du 1^{er} mai, jour de l'entrée en vigueur du Code de commerce, au lendemain, 2 mai, six cent vingt-neuf courtiers assermentés sur sept cent quatre-vingt-

(1) Struck, *Effektenbörse*, p. 219.

(2) *Drucksachen des Abgeordnetenhauses*, 9 *Legisl-Per.*, I^{re} session, 1866, n° 78.

(3) *Abschrift der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin* du 30 avril 1867, *Archives des anciens*, M. 6.

(4) V. Halle, *Maklerwesen in Hamburg* ; cf. Albrecht, *Verhandlungen des siebennten deutschen Juristentages*, t. II, p. 73. Ce qui n'eut pas une médiocre influence, c'est que les courtiers assermentés du marché de Hambourg étaient déjà depuis longtemps commerçants pour leur propre compte, commissionnaires et agents.

quinze renoncèrent à leur *bâton* (1). En 1868, sur les cent deux courtiers assermentés vingt-cinq s'occupaient de rapprocher acheteurs et loueurs de maisons d'une part et propriétaires de l'autre. Le 1^{er} janvier 1872 une nouvelle loi entra en vigueur, inspirée par l'esprit le plus libéral.

« L'institution des courtiers assermentés est supprimée. Les dispositions légales suivantes, visant les anciens courtiers assermentés trouvent encore leur application : les dispositions d'après lesquelles les courtiers sont obligés de transmettre toutes indications aux autorités et sont responsables du paiement de l'impôt public, les dispositions d'après lesquelles les courtiers sont tenus à faire inventaire et taxe sur l'ordre des autorités ou des tribunaux » (2). Les personnes que l'on appelait *courtiers* sur la place de Hambourg lors de la réunion de la commission d'enquête étaient tantôt des commissionnaires, tantôt des marchands, tantôt aussi, mais presque jamais, de vrais courtiers.

La loi introductive du Code de commerce dans la ville libre de Brême (3) avait délié les courtiers officiels d'une partie de leurs obligations ; dès 1867 (4), « toutes les dispositions des lois et règlements existants qui restreignaient l'exercice des droits des courtiers » étaient abrogées : le courant qui poussait vers la suppression complète de cette institution vermoulue avait été trop fort ; et cependant les *courtiers* de cette place sont restés, dans une très large mesure, des courtiers au sens le plus exact de ce terme !

(1) Un bâton était le signe distinctif des courtiers à Hambourg.

(2) Art. 1 et 2 de la loi du 20 décembre 1871. Jürgens, *Handbuch*, p. 13.

(3) Du 6 juin 1864, art. 12 (Lutz, *Protokoll Anlagenband*) ; très intéressant le *Denkschrift betreffend die Revision des Mäklerwesens in Bremen*, Bremen, 1862.

(4) Règlement du Sénat de Brême publié le 6 mai 1867. *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XVI, p. 124.

III

Les courtiers *non assermentés* (unvereidete), *non officiels* (unamtliche) auxquels le public donnait jadis les noms de *Beilæufer*, de *Bœnhafen*, plus souvent de *Pfuschmakler* (1) sont très bien appelés par les jurisconsultes *courtiers privés* (Privatmakler). Le Code de commerce n'en faisait, nous l'avons vu, que constater le triomphe du marché libre en supprimant le monopole des courtiers officiels ; depuis son introduction, les courtiers libres ont vu leur importance croître de jour en jour sur les divers marchés allemands. Ils font, parfois, mais rarement, des concessions sur le taux du courtage. Ce n'est pas à ceci, cependant, qu'ils doivent leur situation prépondérante, c'est beaucoup plutôt à leur liberté absolue dans leur allure (2). Ils viennent à la bourse avec leur crayon et leur carnet, comme les parfaits jobbers ; ils ne sont gênés par aucune disposition légale ; aussi ont-ils été et devaient-ils être par la force des choses, des concurrents non seulement redoutables mais même mortels pour les courtiers officiels, qui leur étaient *livrés pieds et poings liés*.

Les courtiers privés peuvent contracter en leur propre nom et pour leur propre compte : on leur réserve alors le titre de *Propremakler*. Vient-on leur offrir une affaire et tombe-t-on d'accord sur ses conditions ? le marché est conclu. Le client y trouve un triple avantage : avoir une contrepartie, de suite, à un cours qui lui plaît ; ne pas courir les risques de l'insolvabilité d'une personne inconnue ; ne pas craindre une *pointe* (Spitze), c'est-à-dire, l'exécution incomplète de l'ordre (3).

(1) Tous ces termes font allusion à leur situation, autrefois louche et illicite. Ils ont persisté avec le dédain très mérité qu'inspire sous le nom de courtiers un grand nombre de personnalités douteuses.

(2) Ils n'avaient en Prusse qu'à déclarer leur profession (*Gewerbeordnung*, art. 35).

(3) V. Fixation des cours.

Les courtiers privés supporteront les risques jusqu'à ce qu'ils aient trouvé une contrepartie, temps qu'ils sauront rapprocher ou reculer selon les circonstances, les chances de pertes ou de gains : en fait, ils attendront une notable part de leurs bénéfices de la différence entre le prix auquel ils auront opéré tout d'abord et celui auquel ils se seront couverts ou bien auquel devra se liquider l'opération (1).

Il pourra se faire que le courtier libre promette de trouver une contrepartie dans un certain délai et à certaines conditions ou bien qu'il joue le rôle de mandataire qui est caractéristique du rôle de courtier, qu'il soit chargé d'un ordre (Aufgabe, de là le nom d'Aufgabemakler) : ce seront là les seules missions qu'on voudra bien lui confier, lorsqu'il ne jouira pas d'un certain crédit personnel.

IV

La nécessité de trouver immédiatement une contrepartie de solvabilité certaine a donné naissance aux *banques de courtiers* (Maklerbanken) (2), sociétés par actions (3), dont le

(1) Leurs actes de spéculation seront utiles socialement d'une façon peut-être plus spéciale lorsque, achetant ou vendant au comptant, ils se couvriront à terme ; lorsqu'ils y auront intérêt, lorsque l'écart sera assez sensible, ils rendront plus aisé, moins brusque le passage d'un cours à un autre.

(2) Sur les *Maklerbanken* voir Goldberger, *Die Hauptfragen der Börsen-Enquete-Kommission*, p. 28 ; Schaper, dans *Grüchots Beiträge*, t. XXII, p. 669 ; von Halle, *Freie Makler in Hamburg*, p. 1167 ; Loeb, *Kursfeststellung und Maklerwesen an der Berliner Effektenbörse*, t. XI de la III^e série, p. 268 ; Raffalovich, *Marché financier*, 1895-96, p. 157. — Il s'agit ici de banques assez différentes de celles qui furent fondées à Vienne en janvier 1873 « sur le modèle de celles de Berlin » (Schæffle) et dont Neuwirth disait (*Die Spekulationskrise von 1873*, p. 27) : « ces banques de courtiers enfants de nos fantaisistes créations modernes sont de simples maisons de jeu et rien de plus. » Les banques de courtiers qui existent sur les places allemandes n'émettent généralement pas des valeurs, ne reçoivent point des ordres de n'importe qui paraît solvable. — Sur l'histoire des *Maklerbanken* de Breslau le récit rapporté par Max Wirth, *Geschichte der Handelskrisen*, 4^e éd., p. 473.

(3) *Statut des Börsenhandelsvereins zu Berlin*, art. 4.

but est de faciliter la conclusion de marchés à terme et au nom desquelles contractent des agents (1).

Berlin possède, dans son trafic en valeurs, *trois banques de courtiers* qui sont le *Börsenhandelsverein*, la *Maklerbank*, et le *Berliner-Makler-Verein* ; Hambourg a aussi sa *Maklerbank* en valeurs.

Les banques de courtiers ne spéculent pas pour leur propre compte ; elles se contentent de faire fructifier leurs capitaux par des reports. Elles ne contractent point avec des personnes étrangères à la place : il est aisé de voir quelle redoutable concurrence de telles maisons feraient aux commissionnaires, si elles étendaient leurs relations et se contentaient toujours d'un simple droit de courtage ; ce serait une lutte à mort entre banques et banques de courtiers ; celles-ci perdraient de suite leur meilleure clientèle, c'est-à-dire ces premières, et se trouveraient en face de personnes de solvabilité moins connue avec un *dellcredere* minime. Les personnes intéressées au succès de ces entreprises sont surtout les banquiers de la place, qui ne désirent point se donner à eux-mêmes une concurrence redoutable.

Chacune de ces *sociétés* a, outre son comité directeur et son comité de surveillance, un directeur chargé de surveiller les agents de la banque et ses clients : il est, à Berlin, peu fréquent que la banque ait des dépôts ; c'est généralement sur la base du crédit que se font les opérations.

Comme toutes les maisons de la place ne sont pas d'une solvabilité identique, chaque banque de courtiers de Berlin établit une sorte de liste de crédit « semblable à celle des Wechsel-Käufer, dressée par la banque d'Empire, le Seehandlung ou la caisse d'épargne de la ville » (Goldberger) et accepte de supporter jusqu'à telle limite les risques de leur

(1) *Eod. loc.*, § 2 : « Le but de la société est l'exploitation et l'entremise d'opérations de bourse et de banque. » Ces « banques de courtiers » ressemblent fort aux maisons parisiennes de coulisse ; retenons notamment ces différences, qu'elles sont des sociétés anonymes et qu'elles ne se chargent pas de l'exécution des ordres pour les maisons étrangères.

insolvabilité, quitte à rendre le courtier, qui a engagé la banque, responsable de telle fraction des pertes.

Un certain nombre de personnes, parfois une vingtaine, passent avec la *société* des traités dont le contenu est essentiellement variable, selon surtout la fortune et le cautionnement de chacun : en échange du droit d'offrir à toutes personnes, avec lesquelles elles feront des marchés à terme, la solvabilité de la banque de courtiers, les agents de celle-ci versent ordinairement cinquante pour cent de leurs courtages, s'engagent à ne pas accorder à quelque maison de la place un crédit dépassant telle limite fixée (1), acceptent de supporter, généralement pour moitié, l'insolvabilité des personnes avec lesquelles ils ont contracté et promettent de montrer leurs livres au directeur, à chaque réquisition pour que celui-ci puisse s'assurer que le découvert ne dépasse pas une somme maxima fixée d'après le cautionnement de chacun, car les agents des banques de courtiers, comme tous les autres *Propremakler*, cherchent dans une différence entre deux cours une part plus ou moins importante de leurs bénéfices.

On peut saisir maintenant avec quelque netteté la position assez dangereuse des banques de courtiers, qui se portent garantes de la solvabilité de leurs agents, spéculateurs dans une assez large mesure, et, tout au moins pour partie, de la solvabilité des personnes qui spéculent elles-mêmes ou qui sont des mandataires plus ou moins prudents de spéculateurs. Les directeurs des banques de courtiers doivent surveiller agents et clients avec le plus grand soin : toute faiblesse ou nonchalance de leur part peut avoir et a eu, d'ailleurs, de graves conséquences.

Ces banques jouent à Berlin un rôle important et y joue-

(1) « Lorsqu'un agent a dépassé avec une maison le montant qui lui a été indiqué par la banque, c'est à lui personnellement qu'incombe la responsabilité et éventuellement, au cas de perte, la banque s'indemniserait en faisant un prélèvement sur la somme déposée comme cautionnement » (Raffalovich, *Marché*, 95-96, p. 157).

raient même un rôle plus notable encore si des lois de finances n'avaient pas imposé pour chaque opération directe entre parties un timbre proportionnel à son importance (1). On peut dire que les banques de courtiers n'ont pas été sans augmenter dans une large mesure le trafic à la bourse en valeurs de Berlin; elles ont leur part, qu'il ne faudrait pas exagérer cependant, dans le développement de ce dernier marché.

La *banque de courtiers* de Hambourg (2) est différente de celles de Berlin. Elle n'a point d'agents à proprement parler; elle intervient lorsqu'un marché à terme est conclu entre deux de ses clients ou entre un de ses clients et une autre personne, et offre sa garantie, moyennant le paiement d'une certaine somme, en mettant son estampille sur les bordereaux signés des parties. Les grandes banques ne sont point en relations directes avec la banque de courtiers; leur propre crédit leur suffit; il n'en est point de même pour les petits commissionnaires, qui sont aussi appelés courtiers (*Makler*); ceux-ci, après avoir déposé des titres ou de l'argent, peuvent offrir le *delleredere* de la banque et s'assurer contre l'insolvabilité de leurs contreparties.

Les banques de courtiers ont été, dans le public, l'objet de nombreuses attaques: on les appelle souvent de *petits monacos*. Si les hommes d'affaires les plus capables avaient, à l'origine, une *médiocre estime* pour les banques de courtiers, c'était qu'ils craignaient une concentration, qui pourrait devenir fort dangereuse aux heures de crise; ils avouent eux-mêmes que les événements ne leur ont point donné raison (3). « Les membres du conseil de surveillance, dit-on, basent très souvent leurs actes de spéculation sur leur connaissance de la situation qu'ils tirent des livres de la banque de cour-

(1) Voir l'article *Börsensteuer* de l'*Handwörterbuch der Staatswissenschaften* et de son supplément.

(2) *Regulativ der Maklerbank in Hamburg (giltig von dem 1 Januar 1896)*.

(3) *Material, Stenograph. Ber.*, p. 216.

tiers. Voient-ils, par exemple, qu'un fort découvert s'est produit en de faibles mains, ils effraient les petits spéculateurs par des achats ostensibles, les forcent à se couvrir ; comme les cours haussent, ils font d'assez forts bénéfices (1). » Le directeur d'une banque de courtiers a répondu à cette accusation qu'« excepté un délégué du conseil de surveillance, qui certes fréquente la bourse, mais ne fait aucune opération, est un rentier, aucun membre du conseil de surveillance n'a jamais demandé, jusqu'à présent, à regarder ses livres d'engagements (2) ». Les membres du conseil de surveillance doivent, en réalité, se trouver dans une difficile situation : ou bien ils respectent la loi qui leur impose de « surveiller le directeur dans sa conduite des affaires, de quelque branche de l'administration qu'il s'agisse » (art. 225 du Code de commerce), voient les registres et — par la force même des choses — tiennent en quelque mesure compte de leurs données, ou bien ils ne respectent point la loi.

M. de Kanitz disait que, dans le monde des affaires, on se plaint de l'influence qu'exercent sur les cours les banques de courtiers, qui « interviennent avec leur très grand poids ou capital soit d'un côté, soit de l'autre : si elles ne trouvent aucune contrepartie, elles doivent opérer à leurs propres risques. Elles sont, alors, elles-mêmes intéressées aux cours... (3) ». Comme les banques de courtiers ne supportent pas elles-mêmes les risques des fluctuations de cours, il est fort rare que l'observation puisse être exacte. Que les courtiers, agents des banques de courtiers, soient intéressés à la fixation des cours et qu'ils emploient parfois des manœuvres blâmables pour amener la hausse ou la baisse, nous n'en contestons point la possibilité ; mais un tel argument ne saurait être invoqué contre les banques de courtiers elles-

(1) *Eod. loc.*, p. 1813.

(2) *Eod. loc.*, p. 557.

(3) *Eod. loc.*, p. 887.

mêmes, il porte, en général, contre tout *Propremakler* mal-honnête.

La commission d'enquête a dit, en repoussant une de ces accusations, qu'elle *n'était point prouvée* (1) ; nous pouvons conclure en généralisant cette réponse.

V

Les *banques de courtiers* en marchandises, qui ont existé, pendant quelque temps, sur différentes places ont dû liquider pour des motifs multiples : si on ne spéculait sur valeurs que pour *fin courant* ou *fin prochain*, on spéculait sur marchandises à des époques très sensiblement plus éloignées ; les risques de l'insolvabilité d'une personne deviennent donc très sensiblement plus grands : comment réclamer des droits de courtage en rapports avec ces risques ? D'ailleurs les puissants spéculateurs ne sont-ils pas plus rares à la bourse en marchandises qu'à la bourse en valeurs ? La spéculation sur marchandises n'a-t-elle point généralement un moindre développement que la spéculation sur valeurs ? La loi sur l'impôt de bourse dont nous parlions tout à l'heure ne fut pas non plus sans influence (2). Et, en ce qui concerne, d'une façon toute spéciale, la banque de courtiers en produits, qui a existé à Berlin et a dû liquider, son échec doit être reporté surtout à l'incapacité personnelle de ses directeurs. A la bourse en produits de Berlin, on ne créa point, après l'échec de la *banque de courtiers*, quelque institution voisine pour faciliter le trafic à terme : la notion de crédit y présida toujours aux relations d'affaires ; c'est même là un des traits

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 215.

(2) M. Kantorowicz (*Material, Sten. Ber.*, p. 3194) nous semble avoir trop insisté sur l'effet de la loi d'impôt sur les opérations de bourse : la preuve en est que cette loi s'applique aussi au trafic en valeurs et qu'elle n'a point supprimé les *Maklerbanken* en valeurs ! (voir aussi *Zeitschrift des königlich preussischen statistischen Bureaus*, 1886, p. 230).

caractéristiques de ce marché en un temps où, presque partout, l'on cherche à parer à l'absence de renseignements sur les personnes par l'introduction de garanties réelles (1).

Il n'en fut point de même à Hambourg, Magdebourg et Leipsick, où, en 1887, 1889 et 1890, on créa, sur le modèle de la *caisse de liquidation* du Havre, des *caisses de liquidation* (2). Il ne faut pas croire qu'il s'agisse maintenant de quelque institution identique à celles que nous avons étudiées sous le nom d'*association de liquidation* ou de *bureau de liquidation*; les *caisses de liquidation* ne prennent pas soin seulement de la *liquidation des marchés à terme*, mais « elles offrent aussi, en même temps, une garantie aux deux parties pour l'exécution des contrats enregistrés auprès d'elles » (3).

Il s'agit donc, en réalité, d'établissements assez voisins des *banques de courtiers*; rôle identique : offrir aux individus la garantie d'une solvabilité connue; mais tandis que le courtier des banques de courtiers est lui-même la contrepartie de son client et se trouve généralement spéculer par la force même des choses pendant un temps plus ou moins long, le courtier des caisses de liquidation est un vrai courtier (*Aufgabemakler*) qui n'a pas, en fait, abouché les deux parties, mais qui se trouve *glatt*, c'est-à-dire *indemne*, dans une situation identique.

La notion de crédit ne va pas apparaître ici au premier plan, comme pour les *banques de courtiers*; il se développera

(1) Material, *Sten. Ber.*, *passim*. — V. cependant mention d'une tentative, faite par divers commissionnaires de la place de Berlin, d'établir en règle une *Einschussklausel* (Grünwald und Lilienthal, *Zum Terminhandel*, p. 47).

(2) Sur la caisse de liquidation du Havre, voir surtout Olivier Senn, *Etude sur les marchés à terme en marchandises et leur liquidation*, Paris, 1888, le règlement de la Caisse de liquidation des affaires en marchandises au Havre, et aussi l'exposé très général et vague de Claudio Jannet, *Les caisses de liquidation des opérations en marchandises* (Comptes rendus des séances de l'Académie des sciences morales et politiques, 1892, premier sem., p. 516). — Sur le système en général, Jacobson, *Terminhandel* (trad. all.), p. 47 et l'excellente petite étude de Fuchs, *Waarenterminhandel*, p. 17.

(3) Fuchs, *Waarenterminhandel*, p. 17.

tout un système de *deposits et margins*, comme disent les Anglais et les Américains, de *Ein-* et de *Nachschüsse*, comme disent les Allemands. Sitôt le contrat passé et enregistré, les parties devront déposer en un endroit déterminé une somme déterminée pour mettre la caisse à couvert ; à chaque fluctuation sensible des cours, la caisse fera appel des fonds nécessaires pour la couvrir contre toutes fluctuations ultérieures et procédera bientôt à la liquidation de la situation de son client, si celui-ci ne tient pas compte des demandes de marges, parfois même simplement tacites.

Voyons tout d'abord l'organisation et le fonctionnement, avant la réforme des bourses allemandes, de la *caisse de liquidation en marchandises* (Warenliquidations kasse) de Hambourg pour le trafic à terme en café, sucre et coton (1).

La caisse de liquidation est une « société par actions qui garantit aux deux contractants l'exécution, conforme aux règlements, des opérations, que lui proposent les personnes admises auprès d'elle comme courtiers et qui ont été inscrites sur son registre d'entrée ; elle accepte cette garantie par cela seul qu'elle se désigne elle-même vis-à-vis de chaque contractant comme contrepartie (2) ». Les courtiers de la caisse s'engagent à n'opérer, que comme agents de celle-ci et avec les seules « personnes habitant la place ou un endroit voisin » ; ils touchent de la caisse pour leur entremise (*achat et vente réunis*) un droit de courtage d'un demi pour cent du prix d'achat. Ceux-ci ont-ils trouvé deux personnes, l'une achetant, l'autre vendant à terme au même prix la même quantité de marchandises répondant aux mêmes désignations publiées par la caisse, ils envoient aussitôt à chaque partie un bordereau timbré sur lequel la caisse est désignée comme contrepartie. En remettant à la caisse le bordereau signé, chaque personne doit déposer une certaine somme, qu'indiquent des affiches et qui « ne peut être moindre que trois marks par sac ». La caisse peut très bien exi-

(1) Jürgens, *Handbuch*, pp. 157, 179 et 202.

(2) Art. 4^{er} des trois règlements mentionnés.

ger en certaines circonstances une plus forte couverture ou soumettre l'enregistrement de l'opération à certaines conditions. Les sommes déposées produisent des intérêts dont le taux est, bien entendu, variable ; des titres sont généralement acceptés comme gages.

Le contrat est enregistré et chaque partie reçoit une *feuille de liquidation* (Liquidationsschein) où la caisse est indiquée comme contre partie.

A la moindre fluctuation des cours *dépassant un pfennig par livre, la société est autorisée et obligée*, si la partie n'a point auprès d'elle un dépôt suffisant, à faire un appel de fonds ; si cet appel reste sans réponse, elle liquidera de suite la situation, en faisant un achat ou une vente (Selbsthülfe-kauf ou verkauf).

Le courtier peut se présenter lui-même comme contrepartie ; il est alors soumis aux mêmes obligations qu'un simple particulier. Si le courtier opère avec une personne n'habitant pas la ville même, mais ses environs immédiats, il *devra* se présenter lui-même comme contrepartie : la caisse veut éviter dans l'apport des marges quelque lenteur qui pourrait être néfaste.

Sitôt qu'une personne engagée a fait une opération semblable et inverse, sa situation est réglée par la *caisse de liquidation* ; à partir du premier jour du mois où les marchés doivent être exécutés, la caisse abouche successivement les divers acheteurs qui ne sont point couverts sur le marché, selon leur rang d'inscription sur ses registres, avec les divers vendeurs désireux de livrer.

Les règlements des caisses de liquidation de Magdebourg (1) et de Leipsick (2) ne contiennent aucune disposition très particulièrement intéressante ; si les courtiers de Magdebourg « ne doivent servir d'intermédiaires

(1) Zucker-Liquidations-Casse, Actiengesellschaft in Magdeburg, *Regulativ für Termingeschäfte in Rüben-Rohzucker*.

(2) Abrechnungskasse für Kammzuggeschäfte, Leipzig, *Revidirte Regulative*.

qu'aux raisons sociales, qui sont actuellement membres de l'association allemande pour l'exportation du sucre à Magdebourg ou aux raffineries allemandes de sucre... » et ceux de Leipsick aux seules maisons agréées par le comite directeur de la caisse, si les droits de courtage sont calculés d'une façon différente, nous nous trouvons en face de mesures de prudence, de mesures inspirées par la nature de l'article, les conditions internes de son commerce... : le caractère primitif de l'institution n'en reçoit aucune atteinte.

Ce qui apparaît comme très spécialement caractéristique des Caisses de liquidation, c'est qu'elles sont elles-mêmes les contreparties du spéculateur ou du mandataire du spéculateur : c'est là ce qui les a fait survivre aux lois de finances qui imposent un droit pour chaque marché où la caisse est une des contreparties ; c'est là aussi ce qui les a fait survivre à la loi allemande des bourses : une banque où l'on déposerait des marges ne pourrait jouer le même rôle, car les deux parties primitives resteraient en relations directes ; il faudrait le consentement commun de l'une et de l'autre pour que l'on pût régler à tout moment une situation, toucher des différences et ne plus se préoccuper des anciens marchés. A ce point de vue les caisses de liquidation se rapprochent encore très nettement des banques de courtiers.

Les caisses de liquidation ont été l'objet d'attaques très vives de la part de commerçants en marchandises effectives (1) et d'industriels (2) : la caisse de liquidation en marchandises de Hambourg et la caisse de liquidation en peigné de laine de Leipsick ont été plus spécialement prises à partie.

Le ministre du commerce de Prusse demanda aux anciens de la corporation des marchands de Berlin ce qu'il fallait penser de ces attaques : questions et réponses méritent de

(1) Notamment, de la part de M. van Gülpen (*Terminhandel und Börse*).

(2) Associations des filateurs allemands, autrichiens, suisses et russes pour combattre le marché à terme en peigné de laines (*Denkschrift betreffend den Terminhandel in Kammzug*, Berlin, 1894).

nous retenir quelques instants (1). La caisse de liquidation, qui facilite les transactions, a-t-elle augmenté le nombre des joueurs et agrandi leur cercle? Le système de l'appel de marges serait-il déplorable parce qu'il forcerait à tenir disponibles de forts capitaux? Les règlements, faute de réponse à un appel de marges, amènent-ils vraiment de brusques fluctuations de cours? Les membres du comité de surveillance profitent-ils de leurs fonctions pour apprendre la position exacte des différentes maisons de la place? N'y a-t-il pas un abus dans la faculté de changer du jour au lendemain les règlements de la caisse de liquidation et de mettre de nouvelles dispositions aussitôt en vigueur?

Si la caisse de liquidation de Hambourg n'exige qu'un *deposit* minime, elle n'opère directement qu'avec les personnes habitant la place; toutes les opérations avec les personnes étrangères sont faites par l'intermédiaire de commissionnaires et ceux-ci exigent telle couverture qu'ils jugent convenables et qui est généralement bien supérieure à l'*original deposit*.

L'appel de marges est un assez bon remède contre les marchés différentiels; les commerçants en marchandises effectives ne sauraient point généralement se plaindre de ces appels, car « le comité directeur est autorisé à écarter l'appel de marges lorsque le vendeur prouve d'une façon digne de foi qu'il est en mesure de livrer immédiatement la marchandise vendue. Lorsque le vendeur dépose à la société, en plus, un warrant endossé ou un connaissement endossé avec la police nécessairement endossée, sur une marchandise propre à l'exécution du marché correspondant, le comité directeur est obligé d'écarter l'appel de marges » (2).

Les règlements faute de réponse aux appels de marges n'ont point été fréquents.

Le nom des commissionnaires est seul inscrit sur les re-

(1) *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 18 juillet 1889, p. 54.

(2) *Regulativ*, § 12, al. dernier.

gistes de la caisse de liquidation ; on ignore donc à la caisse s'il s'agit d'opérations personnelles ou d'opérations en commission ; les membres du comité directeur ne doivent point faire de marchés pour leur propre compte, et il y a tout lieu de croire que cette disposition réglementaire est respectée en pratique ; il est possible, cependant, aux membres du conseil de surveillance de profiter des renseignements puisés dans le registre de la caisse : une mesure pour mettre terme à cet abus peut être conseillée.

Les nouveaux règlements ne sont point mis aussitôt en vigueur, sauf en circonstances exceptionnelles.

VI

« L'opinion commune ou appréciation générale, qui fixe la valeur courante, se forme dans les opérations de ventes et trouve dans les prix moyens son expression effective. L'endroit où des opérations sur certaines choses ont lieu régulièrement en est le marché. Sur ce marché, les choses ont un prix moyen ; c'est là le prix du marché » (1). Si les opérations n'ont pas lieu sur un marché, au sens le plus large de ce terme, mais dans une bourse, ce sera le prix de bourse ; aussi pouvons-nous définir le prix d'une chose en bourse, le prix qui « pour une chose d'une certaine espèce et de qualité déterminée a persisté à la bourse comme prix moyen durant un certain temps » (2).

Les seuls régulateurs immédiats des cours sont l'offre et la demande, seules expressions sensibles des prévisions et

(1) Goldschmidt (*Handbuch des Handelsrechts*, 2^e édit., t. II, p. 97), qui dans les pages précédentes a donné la meilleure théorie de la valeur et du prix qu'ait écrite un juriste.

(2) Goldschmidt, *Handbuch*, 2^e éd., t. II, p. 401 ; von Canstein, *Lehrbuch*, t. I, p. 52 ; Behrend, *Lehrbuch*, t. I, p. 430. On parle de « cours » lorsqu'il s'agit plutôt du prix d'espèces, de billets, de valeurs (Goldschmidt, Behrend) ; ce terme est cependant employé dans le langage courant dans un sens plus large, dans celui de prix de bourse.

des besoins (1); les cours les plus parfaits sont ceux qui expriment, de la façon la plus exacte et la plus impartiale, les rapports actuels de l'offre et de la demande.

Les cours ont une extrême importance : ils servent à l'unification des prix en dehors de la bourse, c'est sur leur base que les arbitrages opèrent leur rôle égalisateur; ils permettent de surveiller la conduite des commissionnaires : leur fixation exacte est donc une question d'intérêt général.

On distingue généralement les *cours officiels* et les *cours non officiels* : les premiers sont fixés d'après les usages de la place, par certaines personnes déléguées à cet effet, pour les valeurs ou marchandises admises à la *cote* ; les seconds sont des constatations de personnes quelconques.

Les cours officiels étaient *faits* ou *constatés* sur les places allemandes avant leur nouvelle réglementation tantôt par des commerçants délégués à cet effet et choisis parmi les membres du comité directeur de la bourse, tantôt par les *anciens des courtiers* ou le syndic des agents de change et ses assesseurs. Il s'agissait de trouver une expression de la situation du marché, en prenant généralement pour bases les éléments fournis par les courtiers officiels ou par des courtiers désignés à cet effet.

La bourse en valeurs de Berlin possédait tout un système fort intéressant et très particulier pour la fixation des cours, elle avait surtout pour les négociations au comptant son célèbre *cours unique* (Einheitskurs) dont elle était très fière et auquel beaucoup de banquiers berlinois rattachent dans une très large mesure (parfois non sans exagération) le succès de leur place.

(1) Eschenbach dans *Zur Børsenreform* oppose prévision et besoin d'une part, et offre et demande de l'autre dans la fixation de cours. « Cette opposition est un non-sens, car aussi longtemps qu'existeront des opérations de vente, prévisions et besoins ne produiront jamais une impression sur les prix que par l'intermédiaire de l'offre et de la demande ». *Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, t. I, p. 227; comp. Neumann dans *Schœnberg's Handbuch*, t. I, p. 256 et s. Cette opposition semble avoir fait fortune dans le monde étranger aux questions de bourse (discours de M. de Berlepsch dans la séance du Reichstag du 9 janvier 1896).

Le *cours unique* n'est pas un *cours moyen* ; il en est cependant un dérivé historique : d'une part, trouvant qu'une moyenne entre le cours le plus favorable et le cours le plus désavantageux pour chacune des parties était une expression heureuse, un terrain de transactions tout trouvé et, d'autre part, craignant une *coupe dans le cours*, cet acte malhonnête du commissionnaire qui compte à son client le cours le plus défavorable d'une journée alors qu'il a opéré à des conditions plus avantageuses (1), les commettants donnèrent toujours plus l'ordre d'opérer au comptant au cours moyen ; en maintes circonstances, on ne fixa plus qu'un seul cours, le cours moyen du jour ; les courtiers étant très pressés, il devint de plus en plus difficile de savoir si le cours était l'expression conséquente de plusieurs cours (2) ; le *cours unique* se dégagait bientôt nettement, ce fut celui auquel on « put faire le plus d'opérations en tenant compte des ordres et de leurs conditions ». Ce qui le distingue du *cours moyen*, c'est que celui-ci est le produit mathématique d'une *moyenne* entre deux cours au moins, ayant chacun leur existence propre, tandis que l'autre a seul, par lui-même, sa réalité. Le rôle de celui qui est chargé de fixer le *cours unique* est alors non pas seulement de l'enregistrer, mais encore de le formuler (3).

Montrons comment on fixait ce cours (4) : les courtiers, répartis entre divers groupes selon la nature des valeurs,

(1) V. sur ce dernier point, le chapitre consacré aux commissionnaires, n° III. — Nous n'avons point rencontré un accord complet des commerçants berlinois sur le point de savoir si les actes malhonnêtes de commissionnaires et la crainte d'actes malhonnêtes de leur part ont joué un rôle très important dans l'histoire du *cours unique*. Nous le croyons cependant dans une assez large mesure, sans nous ranger ainsi que quelques-uns (rares, il est vrai), parmi ceux qui la considèrent comme seule importante.

(2) Struck, *Effektenbörse*, p. 40.

(3) Weber, *Die Ergebnisse. Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XLIII, p. 181.

(4) Material, *Sten. Ber.*, *passim* ; nos meilleurs remerciements à MM. Löwenstein.

afin d'éviter la perte de temps provenant de l'éparpillement de l'offre et de la demande, afin de leur donner une connaissance plus précise des personnes qui ont un *faible* pour chaque valeur et un intérêt quelconque, mais sérieux et persistant, à diriger les cours vers la hausse ou la baisse et de mieux saisir quelles fluctuations des cours sont vraiment anormales (1), se tenaient, depuis l'ouverture de la bourse jusqu'à une heure et demie, derrière leurs *barrières* et inscrivaient les ordres à mesure qu'on les leur donnait. Commissionnaires et spéculateurs avaient le droit de retirer leurs ordres jusqu'au dernier moment et pour n'importe quel motif, notamment au cas où ils trouveraient une contrepartie sur le marché libre et aux conditions désirées.

A une heure et demie, les courtiers de chaque groupe s'assemblaient, entourés par les diverses personnes que la fixation des cours intéressait. Chacun d'entre eux additionnait, pour la première valeur, ses offres et ses demandes ; celui qui avait la somme d'ordres la plus élevée prenait la parole et *conduisait* la fixation du cours. « A tel prix, je puis faire des opérations pour telle somme » ; un autre *répondait* : « mais à tel autre prix je puis faire des opérations pour telle autre somme » ; le cours haussait, tombait, remontait, etc. ; y avait-il quelque *pointe*, les personnes qui formaient *couronne* autour des courtiers acceptaient de prendre livraison de tant de titres au cours indiqué ; les débats se poursuivaient jusqu'à ce que, enfin, après avoir compensé offres et demandes (2), on eût trouvé un prix auquel on pût faire le plus

(1) *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1897, p. 99 (30 juin).

2) Ce sont bien entendu les *limites* des ordres qui ont la plus grande importance.

Pour faciliter les explications nécessaires pour comprendre exactement les principes qui président à la fixation du cours unique, nous supposons que les ordres des deux courtiers ne fassent qu'un tout.

acheter	100.000 M. au mieux,	vendre	10.000 M. au mieux.
—	10.000 M. à 100.30	—	50.000 M. à 100.10.
—	40.000 M. à 100.20	—	40.000 M. à 100.20.
—	50.000 M. à 100.10	—	30.000 M. à 100.30.
—	100.000 M. à 100.00	—	50.000 M. à 100.40.

d'opérations : le cours unique ainsi fixé était affiché de suite sur un *table au noir*. A deux heures, les courtiers officiels se retiraient dans une pièce où se trouvaient les commissaires. S'agissait-il de valeurs admises à la *partie officielle de la cote officielle* et aucune plainte contre la régularité de la fixation des cours n'était-elle parvenue jusqu'aux commissaires, ceux-ci signaient les feuilles qu'on leur présentait, sans, d'ordinaire, demander la moindre explication. Quelqu'un prétendait-il inexact le cours fixé provisoirement ? Les commissaires demandaient des explications aux courtiers, maintenaient le cours provisoire ou prononçaient telles modifications qu'ils jugeaient nécessaires. Les commissaires intervenaient aussi, à titre exceptionnel, lorsque les cours subissaient de brusques fluctuations provenant de simples circonstances fortuites, par exemple d'une offre illimitée et d'une seule demande à un prix très élevé, ou bien de quelque manœuvre, qui avait pour but d'amener une baisse ou une hausse très sensible : ils prononçaient alors la radiation du cours (1).

Si les valeurs n'étaient admises à la *partie non officielle de la cote officielle*, le commissaire n'intervenait point ; la signature qu'il apposait au bas des feuilles n'était nécessaire que pour l'enregistrement à la *Registrature*. En cas de différends survenus soit entre courtiers, soit entre courtiers et quelque personne du public, à propos de la fixation des cours de telles valeurs, on avait coutume de s'adresser au commissaire, comme à un arbitre (2).

à 100.10	on pourrait acheter	200.000 M.	et en vendre	60.000 M.
à 100.20	—	160.000 M.	—	100.000 M.
à 100.30	—	110.000 M.	—	130.000 M.
à 100.40	—	100.000 M.	—	180.000 M.

Le cours unique sera 100.30 ; la *pointe* de 20.000 M.

(1) « Le cours était simplement marqué par un trait et toutes les opérations qui avaient été contractées sans l'intervention d'un courtier assermenté au cours ou à la *cote officielle* étaient considérées comme n'ayant pas été faites » (Siegfried, *Saling's Børsenpapiere*, 4^e éd., p. 15 ; assez longues explications sur le cours unique).

(2) Siegfried, *Saling's Børsenpapiere*, 4^e éd., p. 13.

Voyons les avantages et les désavantages d'une telle fixation des cours. Il est plus aisé de comprendre que d'exposer en quelques mots pourquoi il est fort rare qu'un cours ainsi fixé soit bien l'expression exacte de la situation du marché : ce sont tantôt les acheteurs, tantôt les vendeurs qui profitent de cette baisse ou de cette hausse, il est vrai, peu sensible ; la tendance du marché sera ainsi accentuée en quelque mesure.

En général, chaque courtier compensera les ordres d'achat et les ordres de vente, qui lui auront été donnés personnellement ; mais il sera fort rare que les uns et les autres soient exactement équivalents. Le courtier pourra dire alors à ses clients : « je ne suis qu'un simple intermédiaire et n'ai pu exécuter vos ordres en totalité mais en partie » ; seulement, il n'ignore pas la réponse qu'on lui fera : « Bien ; je m'adresserai la prochaine fois à ton confrère plus habile. » Le courtier officiel, s'il ne trouve pas quelque *patron* pour le couvrir immédiatement, se présentera lui-même comme contrepartie, quitte à faire une opération semblable et inverse dès le lendemain où, s'il a de moindres scrupules et s'il se croit en position favorable, au bout de trois, quatre, cinq jours : il devient, dans une mesure assez étroite sans doute, mais nette cependant, une sorte de spéculateur au comptant, ce qui n'est point sans danger pour la fixation des cours (1).

Le cours unique est fixé publiquement : de là l'influence, plus ou moins facile à percevoir, des personnes intéressées soit à la hausse, soit à la baisse, des *patrons* (maisons d'émission), des *spéculateurs au jour* (Tagesspekulanten, qui achètent des titres au comptant pour profiter dans un bref délai d'une occasion favorable pour les revendre) (2), qui forment *couronne* autour des courtiers. Les *patrons* sont-ils disposés à prendre ou à livrer au cours provisoire, enhardissent-ils les courtiers en se chargeant de les couvrir de tout leur découvert ou de leur prendre tous les titres qui se trouveraient

(1) Ring, *Maklergesetzentwurf*, p. 34.

(2) Material, *Sten. Ber.*, p. 1255.

sans acheteurs (1) ? les cours subissent des fluctuations minimes, mais sensibles cependant. Personne ne pouvant suivre, avec connaissance exacte de la situation, les hausses ou les baisses momentanées dans les tentatives des courtiers pour fixer les cours, les avantages de la publicité étaient assez restreints. C'est pour éviter ces sortes d'abus que le « règlement des courtiers pour Berlin du 12 août 1874 » (2) avait dessiné le plan d'une réforme. Les courtiers devraient rester fixés à leurs places durant tout le temps de la bourse et être assistés de *secrétaires assermentés*. A mesure qu'ils auraient rapproché des personnes, ils auraient dû prévenir le secrétaire. Le commissaire aurait fixé les cours avec les données du protocole. Jamais ces dispositions n'entrèrent en vigueur. Les nouveaux règlements de bourse n'en font point mention. Citons encore un désavantage du cours unique auquel les Hambourgeois donnent une certaine importance : le courtier berlinois qui opère sur une masse ne peut pas toujours dire de suite à ses clients si leurs ordres sont exécutés ; ceux-ci ne le sauront que fort avant dans la soirée, plus souvent, dans la matinée du lendemain (3). Malgré tout, le grand succès du cours unique n'est point discutable : le commettant peut surveiller le commissionnaire avec une moindre difficulté ; cette expression nette de la situation actuelle du marché attire des ordres qui allaient autrefois à des bourses plus proches (4).

Passons à la fixation des cours à terme : à l'ouverture de la bourse officielle, les courtiers assermentés fixent un *premier cours* de la même façon que le cours unique ; « lorsqu'il y a plus d'ordres d'achat que d'ordres de vente, par l'offre d'un cours plus élevé, on attire les vendeurs jusqu'à ce que les ordres d'achat puissent être exécutés » ; mais ils sont forcés de tenir compte, dans une large mesure, de la

(1) *Eod. loc.*, p. 1251.

(2) *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XX, p. 248.

(3) *Material, Sten. Ber.*, p. 698.

(4) *Material, Sten. Ber.*, p. 913.

situation du marché libre où se fait la majeure partie des opérations à terme. A la fin de la bourse, ils fixent généralement de la même façon un *dernier cours*. Ils se contentent d'indiquer entre ces deux cours les divers points extrêmes de hausse ou de baisse, en tenant compte surtout des données fournies par les *banques de courtiers* (1).

Les banquiers fournissaient les éléments nécessaires à la fixation des cours dans les cotes privées ; pour les opérations à primes, il existait des listes de cours toutes spéciales (2) : ce n'étaient, en vertu des principes posés, que des produits mathématiques établis sur la base du cours de telle prime simple.

A Francfort (3) c'était le syndicat des agents de change, qui fixait les cours à mesure qu'offres et demandes parvenaient à la corbeille. Le cours moyen auquel les parties déclaraient se soumettre souvent pour les opérations au comptant, parfois pour les opérations à terme, n'était qu'un produit mathématique, une moyenne entre deux extrêmes : le cours le plus élevé et le moins élevé.

La bourse en valeurs de Hambourg avait tout un système particulier pour la fixation des cours (4) : les valeurs étaient réparties entre sept groupes ; pour chaque groupe, la commission des experts nommait deux courtiers appelés *notirende Makler* (courtiers chargés de la fixation des cours) et un suppléant, parmi « ceux qui ne faisaient aucune opération d'arbitrage ou de commission avec une place étrangère » et « qui étaient inscrits au registre des raisons sociales de la bourse en valeurs de Hambourg ». Chaque jour, à deux heures trois

(1) « Les cours de papiers de spéculation sont transmis aux courtiers par les banques de courtiers pour qu'ils soient inscrits dans la partie non officielle de la cote officielle, car ces cours paraissent à beaucoup de commentants beaucoup plus dignes de foi lorsqu'ils sont imprimés dans la cote officielle » (Siegfried, *Salings's Børsenpapiere*, 4^e éd., p. 12).

(2) Material, *Sten. Ber.*, p. 1292.

(3) V. dans Ehrenberg, *Zeitalter*, t. II, p. 247, la fixation du cours de change sur la place de Francfort au XVII^e siècle. — Material, *Sten. Ber.*, *passim*.

(4) Jürgens, *Handbuch*, p. 84.

quarts, ces courtiers levaient les *boîtes aux lettres* qui étaient réparties dans l'intérieur de la bourse et où chaque personne inscrite au registre, que nous venons de citer, pouvait jeter un bulletin contenant les conditions des opérations par elle contractées ; puis, à l'aide de ces documents et des opérations faites par leur entremise, ils fixaient les cours, sous la présidence de l'un d'entre eux. Si aucun trafic en une valeur n'était annoncé, ils dressaient un tableau de la situation de l'offre et de la demande. Disons, tout de suite, que ce système avait un grave inconvénient : les gens qui avaient quelque intérêt à la fluctuation des cours étaient les seuls qui songeassent à jeter un bulletin dans les *boîtes*. Les opérations simulées (*Scheingeschäfte*) étaient plus aisées que si des courtiers officiels avaient dû intervenir (1).

A Brême, les membres de l'association des courtiers et les représentants des principales banques se réunissaient chaque jour à une heure déterminée, disaient à une personne qui inscrivait les prix sur un tableau noir à la colonne *argent* ou *papier* à quel prix ils désiraient vendre ou acheter tel titre. Les offres ou demandes forçaient à lever ou à livrer un certain nombre de titres au cours proposé, si celui-ci était accepté par quelque personne présente. Un marché était-il conclu ? Le cours était inscrit dans la colonne des cours payés, ainsi que toutes les autres opérations conclues dans les dernières vingt-quatre heures par les membres de l'association des courtiers.

Les bourses de Munich et de Dresde avaient admis l'institution du *cours unique* dans leur trafic au comptant : ce cours unique n'était souvent fixé que tous les deux jours.

VII

Le cours des marchandises ou produits était fixé d'une façon différente.

(1) Quelques renseignements dans le *Material*, *Die hauptsächlichsten Börsen*, p. 53.

A Berlin (1), après la fermeture de la bourse, les courtiers assermentés se réunissaient dans une salle spéciale avec un commissaire. Celui-ci s'adressait à chaque groupe successivement ; tout d'abord, au groupe : *froment*, par exemple, et demandait : « qu'avez-vous fait pour octobre ? » L'un répondait : « 156, 155 1/2, 157 », *un autre*, « 156 1/2, 157 » « Après que le commissaire se fût bien assuré qu'il y avait bien eu des opérations réelles faites à ce cours », il dictait une série de cours, qui représentait les tendances successives du marché entre le premier et le dernier cours, entre la première et la dernière opération, faite à la bourse et connue. Si les données fournies par les courtiers ne paraissaient pas au commissaire répondre à la situation exacte du marché, il pouvait très bien faire intercaler dans la série des cours un cours auquel aucune opération n'avait été faite par l'intermédiaire des courtiers officiels. Mais un tel système laissait ignorer la force de chaque tendance en n'indiquant point les quantités sur lesquelles on avait opéré à chaque cours. Supposons avec MM. Grünwald et Lilienthal (2) que la cote porte 162 ; 161, 50 ; 161, 25 ; 161, 75. Il se peut alors qu'il ait été fait :

11 opérations à 162 M. ;

1 opération à 161, 50 ;

2 opérations à 161, 25 ;

6 opérations à 161, 75 ;

Ou bien : 2 opérations à 162 M. ;

1 opération à 161, 50 ;

15 opérations à 161, 25 ;

2 opérations à 161, 75.

Dans le premier cas, le vrai cours moyen serait 161, 825 et dans le second, 161, 3875 ; ce qui n'est point du tout la même chose.

A Stettin, depuis la disparition des courtiers officiels dans le commerce en marchandises, le commissaire réunissait

(1) Material, *Sten. Ber.*, *passim*, surtout pp. 2144 et 2394.

(2) *Zum Terminhandel*, p. 27.

les courtiers et les commissionnaires et, d'après les données que ceux-ci lui fournissaient, fixait les cours (1).

A la bourse en marchandises de Hambourg (2), nulle fixation officielle des cours. Mais les associations privées se chargeaient d'y remédier dans une large mesure. A des heures déterminées, acheteurs et vendeurs de café se rendaient dans le lieu de réunion de leur association et s'assemblaient autour des courtiers. L'offre et la demande se rencontraient ; on contractait ; on cotait le cours auquel s'était faite la dernière transaction. Supposons les fluctuations suivantes : 75 3/4, 76, 77, 76, 77 : 77 sera coté. « La garantie repose sur ce qu'aucun ne fait à la fin une offre plus haute ou plus basse que celle qui est, en ce cas, la dernière. » Les membres de l'association avaient dix minutes pour faire valoir les motifs de leurs protestations.

La caisse de liquidation, intéressée au premier chef à une fixation exacte des cours, a un droit d'intervention et en use toutes les fois que le cours ainsi fixé ne correspond pas au chiffre moyen du nombre énorme des opérations faites par l'entremise de ses agents. Tout ceci ne peut concerner que la fixation du cours du terme ; la qualité de la marchandise joue un trop grand rôle dans les marchés effectifs pour qu'un tel mode puisse être employé.

Le cours des spiritueux était fixé, une fois par semaine, par un membre du comité directeur de l'association des *Spiritus-Interessenten*, avec le concours des courtiers, non pas en public, mais d'une façon privée.

VIII

Berlin avait, dans sa cote officielle pour le trafic en valeurs, une *partie officielle* contenant, comme nous l'avons vu, les cours fixés en principe par les commissaires, et une *partie*

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 2385.

(2) *Eod. loc.*, p. 2141 et s. ; Jürgens, *Handbuch*, p. 162. — Système fort voisin au Havre.

non officielle, contenant les cours fixés par les courtiers ; elle avait aussi une cote officielle dans son trafic en produits, et maintes cotes privées, qui jouaient un rôle supplétoire très important ; l'*Ambergersch. Kursbericht* et l'*Herstelsch. Kursbericht* en sont les plus connues. Remarquons que les cotes n'indiquaient point les quantités sur lesquelles on avait opéré, fournissaient même parfois un cours sans la moindre réalité, purement nominal (1). « Pour protéger les commissionnaires » qui étaient souvent pris à partie par leurs clients lorsqu'ils n'exécutaient pas de suite les ordres, les cotes indiquaient cependant par les expressions *payés, lettre et argent* la situation du marché (2).

A Francfort, il y avait une cote officielle publiée par les soins du syndicat des agents de change ; à Hambourg, il y avait aussi une cote officielle dans le trafic en valeurs et pour le change, dont les données étaient très claires :

	Intérêt	Argent	Lettre	Payé	
Londres par 1 L.	à vue	20.40	20.37	20.37	— 39
» »	comp.	20.39	20.34	20.36	— 37
» »	3 m.	1 1/2 20.34 1/2	20.29 1/2	20.34 1/2	— 32

Une fois par semaine paraissait une *Waaren-Preisliste*, cote privée établie par un particulier, à l'instigation de la chambre de commerce et avec le concours de courtiers et commerçants.

Chaque place avait ses usages propres pour établir les cotes ; la valeur supposée de telle espèce étrangère n'était point partout la même : l'établissement d'une unité monétaire n'avait pas eu pour conséquence une unité dans de telles appréciations ; le système hollandais de poids persistait sur de nombreux marchés.

Les bourses suivaient les usages des places à la remorque desquelles elles marchaient, ou avec lesquelles elles étaient en relations suivies : les marchés de l'Allemagne du Sud avaient admis les usages de la bourse de Francfort.

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 512.

(2) Siegfried, *Saling's Børsenpapiere* (4^e éd.), p. 10.

CHAPITRE III

LES COURTIERS DES COURS ET LA FIXATION OFFICIELLE DES COURS SELON LES PROPOSITIONS DE RÉFORME, LES DISPOSITIONS DE LA LOI DES BOURSES ET LES NOUVEAUX RÈGLEMENTS.*

- I. — Le dilemme de M. Laband : le monopole du courtage ou la suppression du courtage officiel ; le commerce n'a pas besoin d'intermédiaires officiels, il n'a besoin que de cours exacts et précis.
- II. — Qui devra fixer les cours ? En principe, les comités directeurs des bourses. — Qui aidera ceux-ci ? Des courtiers tels que les anciens courtiers de commerce ? Des fonctionnaires spéciaux ? Des courtiers libres ? Des courtiers tenus d'obligations assez strictes.
- III. — Les courtiers des cours d'après la loi des bourses ; la nouvelle réglementation du courtage des cours. — Les obligations des courtiers des cours. — Résultats de l'institution du courtage des cours.
- IV. — Les cours et le contenu des cotes : exposé de principes. — Devrait-on tenir compte des données fournies par de simples particuliers ? Devrait-on interdire la fixation publique des cours ? Solutions de ces questions ; leur importance en fait. — La fixation des cours sur les principaux marchés depuis la loi des bourses. — Les cotes et leurs données.
- V. — Conclusion : progrès insensible ; persistance de l'ancien état de chose.

I

En 1886, on parla d'une loi impériale qui abrogerait les dispositions de l'article 69, n° 1, du Code de commerce, dont les sévérités avaient déjà été atténuées par le législateur de la ville libre de Francfort (1). Un débat s'éleva à ce

(1) *Vossische Zeitung*, 13 mai 1886, éd. du mat.

propos : le syndic de la corporation des marchands de Berlin (1) défendit avec énergie le courtage officiel tel qu'il existait, parce qu'il assurait une rapide fixation des cours, non sans de sérieuses garanties. M. Ring (2), au contraire, après une étude des précédents historiques et du droit comparé, reprenait le dilemme que le professeur Laband (3) avait posé dès 1860 et dont les événements avaient, disait-il, prouvé l'extrême vérité : ou bien des courtiers officiels avec privilège exclusif de l'entremise, ou bien la suppression de l'institution elle-même des courtiers officiels.

La forme de dilemme n'était plus ici fort heureuse ; l'on savait très bien qu'il était impossible de rétablir le monopole du courtage, après les enseignements de l'histoire ; ce n'était donc là qu'un artifice de rhétorique destiné à engager plus vivement à la suppression d'une institution surannée. Il aurait été préférable de dire, si on tenait à user du dilemme : ou bien l'intervention obligatoire des courtiers dans toute opération de bourse, ou bien la disparition du courtage officiel. Le premier de ces deux termes nous mettrait en face d'une institution qui offrirait de nombreux avantages et que l'on pourrait défendre, si nous ne nous proposons point de la défendre nous-même : on aurait trouvé là un moyen de tracer entre la banque et la bourse une ligne de démarcation assez franche, en empruntant les éléments de cette réforme surtout aux bourses provinciales de l'Angleterre ; et, quelque développement qu'aurait pu prendre une coulisse composée de banquiers, il n'aurait point atteint, en tous cas, le développement actuel des opérations qui se font sur le marché libre, sans que la cote officielle n'en tienne le moindre compte. Mais il était trop tard pour établir un tel sectionnement : le courtage officiel devait disparaître, sur toutes

(1) Beisert, *Zur Maklerfrage, Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 15 oct. 1886.

(2) *Maklergesetzentwurf*.

(3) *Die Lehre*, p. 50. — Cf. *Verhandlungen des XVIII deutschen Juristentages*, surtout le rapport de M. Grünhut ; Struck, *Effektenbörse* ; Rieser, *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, supp. au t. XXXIII, p. 45.

les places allemandes, ou bien en un jour, ou bien à la suite d'atteintes successives aux obligations sans cesse plus rares qu'imposerait la loi.

« L'entremise officielle n'est aujourd'hui, ni nécessaire, ni utile » (1), a dit fort bien le professeur Grünhut. Que les pays qui tiennent encore large compte des précédents historiques ne détruisent pas en un jour d'anciennes institutions offrant de notables garanties, nous ne pouvons voir là qu'une preuve de sagesse ; mais le courant se dessine partout de la façon la plus nette, vers une liberté sans cesse plus grande du trafic ; l'institution de mandataires, sortes d'agents officiels placés sous la surveillance plus ou moins immédiate du gouvernement, ne peut pas survivre longtemps à la force qui écarte les Etats modernes d'une telle sorte d'intervention, pour leur laisser un droit de surveillance, plus général mais moins immédiat. Aux individus eux-mêmes de choisir l'homme en qui ils ont confiance ; à l'Etat, le soin de poser, en législation, des principes tenant compte des besoins, réfrénant les abus probables. Que quelque scandale se produise, et les individus interviendront ; et, si les individus eux-mêmes n'interviennent point, faute de moyen d'action ou par suite de leur mollesse naturelle, l'Etat pourra réveiller les commerçants de leur torpeur ou intervenir lui-même ; mais, bien entendu, il faudra qu'il y ait, dans ce dernier cas, absolue nécessité et fortes chances de succès.

Ici, ce qui est tout d'abord *nécessaire* et *utile*, ce sont des cotes contenant une expression exacte et nette de la situation du marché, afin de donner une idée plus parfaite des prix actuels et afin de permettre une surveillance de toute personne qui représente les personnes étrangères à la bourse en vertu de quelque contrat plus ou moins voisin du mandat (2) : la fixation de cours *vrais* et *précis* est devenue le

(1) *Zeitschrift für das privat-und öffentliche Recht der Gegenwart*, t. II, p. 555.

(2) Ceci est vrai, d'une façon encore plus spéciale, en Allemagne depuis l'entrée en vigueur de l'article 376 du Code de commerce ; voir le chapitre suivant.

but principal de tout législateur qui abordera ce difficile domaine.

II

A qui devait revenir la fixation officielle des cours ?

En principe, répondit-on sans hésiter, aux membres du comité directeur de la bourse : « c'était là un usage courant sur la grande majorité des places » ; et, sur les places où les courtiers avaient une certaine autonomie, l'intervention de personnes, dont les intérêts ne seraient point identiques à ceux des courtiers, pourrait être assez heureuse. C'est là ce qu'affirme l'article 29, § 1^{er}, de la loi des bourses : « pour les marchandises ou pour les titres dont le prix de bourse est fixé officiellement, la fixation aura lieu, aussi bien pour les opérations au comptant que pour les opérations à terme, par le comité directeur de la bourse... » Comme « la fixation elle-même des cours et spécialement celle des cours des marchandises met en jeu des intérêts considérables en dehors de la bourse, surtout ceux de l'agriculture et de la minoterie », la commission parlementaire demanda qu'il fût « possible d'imposer la participation de représentants d'autres professions à la fixation des cours » (1) ; cet amendement fut voté ; aussi l'article 29, § 1^{er}, ajoute-t-il : « autant que le règlement de la bourse ne prescrira pas la participation de représentants d'autres professions. »

Cette disposition doit être rattachée à la disposition très générale qui reconnaît aux gouvernements locaux le droit d'imposer une représentation de l'agriculture, de la minoterie et de l'industrie dans les comités directeurs des bourses et doit être jugée comme elle : en circonstances normales, ce serait là une mesure excellente ; dans les circonstances actuelles, avec la haine réciproque du commerce et de l'agriculture, ce ne serait là, généralement, qu'une source de conflits.

(1) *Drucksachen des Reichstages*, 1893-1896, n° 246, p. 9.

Il était impossible aux membres des comités directeurs des bourses de fixer à eux seuls le cours des valeurs et des produits ; qui devrait « leur préparer le travail et leur servir d'aides » (1) ?

Les courtiers de commerce ne s'entremettaient plus que « dans un dixième, un vingtième, un trentième des opérations » ; ils ne pouvaient donc fournir une expression exacte de la situation du marché. Rétablirait-on le monopole du courtage ? Personne n'y songea un instant.

Le comte de Kanitz-Podangen parla, à maintes reprises et notamment devant le Reichstag (2), de créer de vrais fonctionnaires qui auraient comme profession de fixer les cours sans participer jamais personnellement au moindre acte de commerce. Mais une telle réforme aurait entraîné des dépenses considérables ; en admettant même que l'on donnât à de telles personnes un traitement mensuel, non point de trente mille marks, mais de quinze ou de dix mille, elle n'apparaissait pas comme pratique.

Une suppression pure et simple de l'ancienne institution, ainsi qu'on l'avait fait à Brême et à Hambourg, n'aurait point été sans dangers : elle aurait désorganisé de nombreux marchés et notamment le plus important, celui de Berlin. Il fallait se soucier non seulement de détruire, mais aussi d'édifier quelque institution solide à la place de l'institution ancienne : des principes trop libéraux auraient pour conséquence de nombreux abus (opérations simulées, etc.), que l'on pouvait aisément prévoir ; l'on devait donc écarter quelque institution semblable ou identique à celle des *courtiers coteurs des cours* de Hambourg.

La majorité des *experts* de la commission d'enquête et surtout les représentants des banques berlinoises se montrèrent favorables à un système qui se rattacherait étroitement au *courtage de commerce*, tel qu'il est conçu dans le Code de

(1) *Drucksachen der Reichstages*, 1895-1896, n° 14, p. 33.

(2) Séance du 9 janvier 1896 (*Stenographische Berichte der Sitzungen des Reichstages*).

commerce de 1860, mais dont on atténuerait les sévérités dans la mesure du possible ; tout ce qui n'était point absolument nécessaire pour assurer l'impartialité des courtiers lors de la fixation des cours devrait disparaître ; on accorderait aux courtiers toutes les facultés qu'il faudrait leur reconnaître pour leur rendre possible une lutte avec les courtiers libres, sans qu'ils puissent cependant se trouver intéressés soit à la hausse, soit à la baisse des cours. Un tel système avait l'avantage de tenir compte des précédents historiques dans le royaume de Prusse ; mais il n'était point sans dangers : les courtiers, tenus à de moindres obligations, prendraient sans cesse de l'audace, au point peut-être de ne plus respecter aucune disposition légale et d'avoir à *choisir* continuellement entre leur propre intérêt et celui de leurs clients.

La commission d'enquête adopta cette *position intermédiaire* (1). Les courtiers officiels disparaîtraient ; on les remplacerait par des *courtiers des cours* (Kursmakler) dont la fonction serait de fixer les cours, ainsi que leur nom même l'indique ; persisteraient des obligations imposées autrefois aux courtiers de commerce toutes celles qui leur enlèveraient forcément leur impartialité.

III

La loi des bourses, qui réglemente la nouvelle institution du *courtage des cours*, pose, en ces termes, les principes généraux.

Article 30 : « On nommera des auxiliaires (courtiers des cours) pour aider à la fixation officielle des cours des marchandises et des titres à la bourse. Tant qu'ils seront en activité comme courtiers des cours, ils devront servir d'intermédiaires pour les affaires de bourse ayant pour objet les marchandises ou les titres admis à la cote.

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 214.

Ils seront nommés et révoqués par le gouvernement de chaque Etat, et, avant d'entrer en fonctions, ils prêteront serment de remplir fidèlement les devoirs qui leur incomberont.

Lors de la nomination des nouveaux courtiers et de la répartition des affaires entre les différents courtiers, on prendra l'avis de leurs représentants (chambre de courtiers) (1). De plus amples dispositions relatives à la nomination et à la révocation des courtiers et à l'organisation de leur représentation, ainsi qu'à leurs relations avec les commissaires de l'Etat et avec les autorités de la bourse, seront réglées par le gouvernement de chaque Etat. »

Les nouveaux règlements de courtage ont organisé les *chambres de courtiers* prévues par la loi des bourses et consacré ainsi une certaine autonomie des courtiers des cours (2).

Quelles dispositions du Code de commerce relatives aux *courtiers de commerce* devait-on conserver ? Il fallait éviter ce que le professeur W. Lotz a appelé « des invitations de la loi à la violation du serment » : on défendrait aux courtiers des cours d'opérer pour leur propre compte, de se présenter personnellement comme contrepartie personnelle en invoquant une contrepartie occulte et de se porter garants de la solvabilité des clients. Mais, comme, en maintes circonstances, il est fort utile, nécessaire même pour les courtiers, s'ils ne veulent risquer de perdre leur clientèle, de se présenter eux-mêmes comme acheteurs ou vendeurs, par exemple au cas de *pointe*, ou de se porter garants d'une personne si celle que l'on a abouchée avec elle la refuse comme contrepartie.....,

(1) Sur un point particulier sur lequel nous ne saurions insister ici : Die Verteilung der Geschäfte unter die Kursmakler nach den Bestimmungen des Börsengesetzes, v. l'article de M. Freund (*Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen*, 14 août 1897).

(2) Cf. le règlement du ministre du commerce et de l'industrie pour le royaume de Prusse sur la nomination et la révocation des courtiers des cours, le règlement pour les courtiers des cours à la bourse de Berlin, ...à la bourse de Francfort.

il fallait reconnaître aux nouveaux courtiers des cours, au cas de *nécessité*, la faculté de passer outre à de telles défenses.

Article 32 de la loi des bourses : « les courtiers ne pourront conclure d'affaires pour leur propre compte ou en leur propre nom, ni se porter garants pour les affaires qu'ils négocieront, s'il s'agit d'affaires dont ils contribuent à fixer les cours, qu'autant que cela serait nécessaire pour l'exécution des ordres qu'ils auraient reçus ; le gouvernement de chaque Etat déterminera les conditions dans lesquelles l'observation de la présente disposition sera contrôlée. La validité des affaires conclues ne pourra d'ailleurs éprouver de ce chef aucune atteinte.

Sauf autorisation spéciale accordée par le gouvernement de l'Etat intéressé, les courtiers des cours ne pourront exercer aucune autre profession commerciale, ni participer à aucune affaire commerciale, soit comme commanditaires, soit comme associés occultes ; ils ne pourront pas non plus être fondés de pouvoirs, représentants ou commis de commerçants. »

Art. 33, al. 1 et 2 : « Les dispositions des articles 67, alinéa 2, 71, alinéa 1, 72 à 74, 76 et 79 à 83 du Code de commerce (« L'ordre donné au courtier ne l'autorise pas à recevoir un paiement ou une prestation stipulée dans le contrat » ; tenue de registres, échange de bordereaux, droit au courtage...) sont applicables aux courtiers des cours.

Le livre-journal qu'aura à tenir le courtier des cours sera, avant d'être mis en usage, numéroté page par page et paraphé par première et dernière pages par le comité de direction de la bourse (1). »

(1) Art. 33, al. 3 : « Si un courtier des cours vient à décéder ou à quitter sa charge, son livre-journal sera remis au comité directeur de la bourse. »

Art. 34 : « Pour la négociation d'affaires de bourse, il n'y aura pas lieu d'appliquer les dispositions de l'article 66 du Code de commerce relatives à l'institution officielle des courtiers des cours. Les désignations faites jusqu'à présent gardent leur effet.

Les ventes qui, d'après les articles 341, 343, 348, 354, 357, 365, 366 et 387 du Code de commerce devraient être effectuées par un courtier de com-

Les *facultés*, reconnues par la loi des bourses au cas de *nécessité*, ne serviraient-elles point à masquer de vrais abus (1)? Ces facultés seraient-elles suffisantes pour permettre aux courtiers, chargés de la fixation des cours, de fournir des données complètes? Telles sont les deux questions que l'on se posait avant l'entrée en vigueur de la loi.

A la première, nous répondrons, aujourd'hui, que ces facultés n'ont pour conséquences ni plus, ni moins de vrais abus que les dispositions antérieures: c'étaient là des mesures nécessaires pour empêcher une contradiction constante des faits et de la loi; et que les principes ainsi posés ne sauraient être plus néfastes que les principes antérieurs. Les nouvelles dispositions du règlement de la bourse de Berlin (art. 24: les courtiers doivent, tous les jours, avant d'apposer leur signature sur leur livre-journal, y résumer en quelles circonstances ils se sont portés cautions ou ont agi pour leur compte), nous paraissent aussi bonnes que possible, parce qu'elles assurent une surveillance dans la mesure où celle-ci peut avoir lieu: il est bien évident que l'intervention de compères permet la persistance des anciennes pratiques; mais il est impossible de trouver directement un remède à un tel mal. L'on ne doit donc point considérer ces mesures comme trop douces.

La lutte est-elle devenue plus facile aux *courtiers des cours* qu'aux *courtiers officiels*? Non, la situation n'a point changé d'une façon sensible et ne pouvait changer du moment où la loi ne faisait que reconnaître des facultés que l'on se reconnaissait déjà en fait.

Tout ceci est très spécialement vrai pour Berlin; tout ceci l'est également pour les places prussiennes de moindre importance, où les courtiers des cours ne se trouvent pas dans

merce pourront être également faites par les courtiers des cours, ainsi que par les autres courtiers de commerce officiellement autorisés à s'occuper d'adjudications ou de vente de l'espèce mentionnée. »

(1) Wiedenfeld, *Getreidehandel*, *Jahrbücher für Nationalökonomie* 3^e série, t. VII, p. 367.

une situation différente de celle des anciens courtiers officiels. Par une mesure d'exception (1), les courtiers des cours ont conservé à Francfort une liberté plus grande que ne comportait la loi : on a eu raison de tenir compte ici des précédents historiques ; sur ce marché, les dispositions relatives aux courtiers des cours n'ont donc produit en réalité aucun effet.

Les Etats de l'Allemagne du Sud ont généralement institué dans leurs petites bourses, des courtiers des cours : ils n'ont pas, en fait, modifié sérieusement la situation antérieure des choses : sur des marchés très étroits, une surveillance est plus effective ; toute concurrence soulève immédiatement des haines fatales.

Les villes hanséatiques ont été dispensées par le Conseil fédéral d'établir chez elles l'institution nouvelle des courtiers des cours en contradiction si flagrante avec le courtage libre de Hambourg et de Brême. Sur ces deux places, rien n'a changé : sur l'une, les *courtiers coteurs des cours*, sur l'autre, les membres de l'association des courtiers continuent leur ancienne activité dans les conditions antérieures.

Cette *nouvelle* institution n'a donc rien modifié : les courtiers officiels n'existent plus en droit (2), ils n'en existent pas

(1) Cf. *Jahresbericht der Handelskammer zu Frankfurt-am-Main für 1896-1897*. — Loi des bourses, art. 35, § 1 : « Le conseil fédéral est autorisé : 1° à permettre, pour chaque bourse, une fixation officielle du prix de bourse de marchandises et de valeurs, dans des conditions autres que celles des articles 29, alinéas 1 et 2 et des articles 31 et 32. »

(2) Le projet du Code de commerce révisé, *Entwurf eines Handelsgesetzbuches mit Ausschluss des Seehandelsrechts nebst Denkschrift*, Berlin, 1896, p. 74, « ne connaît plus du tout l'institution des courtiers de commerce officiels » ; « les courtiers de commerce au sens de celui-ci sont beaucoup plutôt les personnes désignées d'après le langage actuellement courant comme courtiers privés de commerce ».

Voici les principales dispositions de ce projet, qui désire combler une lacune de législation allemande en réglementant pour la première fois un contrat courant dans le monde commercial : « quiconque se charge professionnellement pour d'autres personnes, sans que les bases du contrat aient été posées expressément, de l'entremise d'opérations d'achat et de vente de marchandises ou valeurs, d'assurances...., a les droits et les

moins en fait sur les places où ils existaient avant la loi ; ainsi, d'une part, l'on n'a changé que des noms ; et, d'autre part, le champ d'application des dispositions fédérales est demeuré à peu près le même : l'institution du courtage des cours trouve son application presque exclusivement dans les pays où l'on rencontrait le courtage officiel.

IV

La définition que nous avons donnée des cours de bourse nous les présente comme des expressions générales de l'ensemble des transactions en un moment ou dans un espace de temps déterminé. Cette notion a été acceptée expressément par la loi des bourses (art. 29, al. 3) : « On fixera comme cours en bourse le prix qui répondra à la situation réelle du marché » ; elle a trouvé diverses applications particulières devant la commission parlementaire et la commission d'enquête : « les cotes ne doivent point contenir un choix arbitraire de renseignements (1) », car elles ne fourniraient pas ainsi une idée exacte du prix de bourse et toute vérification des mandataires deviendrait illusoire ; on devrait « écarter (lors de la fixation des cours) toutes les opérations dans lesquelles les rapports individuels de l'acheteur et du vendeur auraient une influence sur la détermination du prix » (2).

devoirs d'un courtier de commerce : faire échanger des bordereaux aux parties » ; tenir des registres : « les courtiers de commerce qui contreviennent aux prescriptions sur la tenue et la conservation du livre journal seront punis d'une amende pouvant s'élever jusqu'à 1000 marks » ; les autres dispositions sont l'interprétation d'usages commerciaux, cf. art. 93-104 du Code de commerce révisé.

(1) *Drucksachen des Reichstages*, 1895-1896, n° 14, p. 32.

(2) *Berichte und Beschlüsse*, p. 208 ; exemple (*eod. loc.*) : « un acheteur qui n'est pas solvable doit payer un prix plus élevé qu'un acheteur de solvabilité certaine. » — En 1854, on disait à Berlin pour protester contre toute cote à terme qu'« en réalité, lors de marchés à terme, l'influence de la confiance réciproque des contractants dans leur solvabilité joue un grand rôle dans les prix » (*Archives des anciens de la corporation des marchands de Berlin*, cote G, n° 75).

Il n'était pas aussi inutile qu'on se le figurerait volontiers de poser un tel principe et d'insister sur de tels points : les abus qui s'étaient présentés autrefois avaient sensiblement diminué, durant les dernières années, sur la majorité des marchés ; des cours purement fictifs, des cours reflétant notamment la situation du trafic en telle valeur lors de la dernière négociation, quinze jours ou un mois auparavant, persistaient, cependant, sur quelques places lors de l'entrée en vigueur de la loi : il était souvent impossible de contrôler son mandataire. Si l'influence du principe légal a été sensible, elle ne semble pas avoir été très grande. Nous avons assisté à Brême, en septembre 1897, à une fixation des cours absolument illégale : l'employé, qui inscrivait les offres et les demandes de valeurs sur le tableau noir dressé dans une partie de la bourse, n'effaçait point, par paresse, tous les cours de la séance précédente ; il maintenait les anciens cours pour la majorité des valeurs sous prétexte que les fluctuations n'étaient point très sensibles et que des modifications seraient indiquées par les personnes présentes au cas soit de baisse soit de hausse ; et cependant ce qui fait la valeur de ces offres et de ces demandes, leur nature de lien pour les parties qui les formulent, ne dépasse point le temps d'une bourse (article 36 du nouveau règlement de la bourse de Brême) : la persistance des offres et des demandes antérieures au jour actuel était une violation évidente de l'article 29, alinéa 3, de la loi des bourses. Bien des petites bourses ont conservé des pratiques fort voisines et regrettables, généralement pour laisser à leur cote l'apparence de l'expression d'un trafic suivi.

Ce que l'on doit considérer comme prix de bourse, c'est ce que l'article 353 du Code de commerce appelle à la fin de son dernier alinéa « le prix moyen, qui s'obtient en comparant les contrats de vente passés en un (certain) temps et un (certain) lieu ». Le rôle des comités directeurs des bourses et de leurs organes est donc de dégager ce *prix moyen* (1).

(1) *Drucksachen des Reichstages*, n° 14, p. 33.

La commission d'enquête comparait, à ce propos, le mode employé à Hambourg pour la fixation du cours du café et celui de la place de Berlin pour les transactions au comptant en valeurs. « Lorsque les meuniers auraient couvert leur besoin de grains et acheté peut-être mille tonnes... et qu'il se ferait ensuite quelques opérations peut-être sur des quantités très minimes à un prix plus élevé, parce qu'il ne se présenterait plus personne disposé à livrer au prix précédent, il serait complètement inexact de coter le plus haut cours comme prix de bourse. » Puis parlant du *cours unique* « ce cours doit être considéré, avec raison, en général, comme répondant à la situation commerciale au lieu des transactions et à la valeur des marchandises, car il répond aux vues de la majorité des vendeurs et des acheteurs sur la valeur dudit titre, parce que celle-ci trouve son expression dans les limites » (fixées par les parties en donnant leurs ordres) (1). Indication platonique : peu de bourses en ont tenu compte ; le nouveau règlement de la bourse de Francfort a fait, cependant, quelques pas vers l'établissement d'un cours unique.

A l'aide de quels éléments fixerait-on les cours ? Avant tout, bien entendu, à l'aide des données fournies par les courtiers des cours. Mais devrait-on ou pourrait-on tenir compte des transactions qui auraient lieu par l'entremise de courtiers autres que les courtiers des cours ou bien directement entre les parties ? Le dernier principe s'imposait, si l'on voulait que les cours officiels fussent l'expression exacte de la situation du marché.

La commission d'enquête proposait un système empruntant quelques-uns de ses éléments au système des quotations books ; « ceux qui désirent que l'on tienne compte de leurs opérations lors de la fixation des cours devront les annoncer de suite après leur conclusion ; un livre spécial sera tenu à cet effet ; et, pour éviter l'inscription des seuls contrats que les parties auront intérêt à communiquer, on exclura des

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 210.

avantages des institutions de la bourse toute opération qui ne sera pas inscrite (1). »

Le projet de loi repoussait ces dispositions, « parce que, lors d'un trafic rapide, surtout dans les bourses très importantes, l'enregistrement serait difficile à exécuter et parce que la publicité de l'opération qui s'y trouverait liée pourrait avoir des conséquences désavantageuses pour les boursiers (2) ». Son article 31 portait que « si une affaire conclue sur des marchandises ou des titres officiellement cotés à la bourse sans l'intermédiaire d'un courtier des cours n'est pas aussitôt portée par écrit à la connaissance du comité directeur de la bourse ou d'un courtier des cours, par l'une des parties contractantes ou son intermédiaire, l'affaire ne pourra être prise en considération pour la fixation des cours, ni profiter des institutions de la bourse ».

De longs débats eurent lieu sur ce point au sein de la commission parlementaire (3) : on y fit remarquer « que, lors d'opérations contractées sans l'entremise des courtiers, il serait extraordinairement difficile de contrôler si ces opérations ou les prix avaient été indiqués avec exactitude » ; on pourrait craindre, malgré la disposition finale de l'article, « que les opérations ne fussent portées à la connaissance des courtiers ou des organes de la bourse que lorsque cela répondrait à l'intérêt des parties ». La commission parlementaire proposa des modifications qui furent votées par le Reichstag.

Art. 31 : « Dans les affaires portant sur des marchandises ou sur des titres, la prise en considération pour la fixation officielle des cours ne peut être demandée que si ces affaires sont conclues par l'intermédiaire d'un courtier des cours. Cette disposition ne porte pas atteinte au droit du comité directeur de la bourse de prendre également en considération d'autres affaires. »

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 216.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, n° 14, p. 35.

(3) *Drucksachen des Reichstages*, n° 246, p. 12.

C'est là une consécration de l'ancien système. Quiconque reçoit l'ordre d'acheter quinze ou vingt mille marks de telle valeur doit, pour s'assurer l'inscription à la cote d'un cours ou de tel cours, charger un courtier d'en acheter mille ou deux mille marks, alors qu'il a déjà les titres entre ses mains pour se les être procurés sur le marché libre, ou bien encore s'adresser à un courtier de bonne volonté, qui acceptera de tenir compte de l'opération conclue sur le marché libre, non point lorsqu'il aura la preuve que celle-ci a bien été conclue au prix indiqué, mais lorsqu'il se trouvera en face d'un client à ménager ! C'est donc un système des plus factices.

La disposition finale de l'article 31 donne aux comités directeurs un droit dont les membres devraient tenir compte aujourd'hui d'une façon plus courante : et cependant il faut reconnaître que les commerçants délégués par leurs confrères auraient beaucoup de difficultés à distinguer entre les cours exacts et les cours inexacts qui leur seraient indiqués ; et que, si l'on tenait compte, en système, des opérations faites sur le marché libre, on porterait une atteinte sérieuse, sur de nombreux marchés, définitive au courtage semi-officiel, au point d'accentuer encore la confusion entre le rôle de chacun et de faire disparaître complètement les vrais courtiers, rapprochant et abouchant les parties.

Devait-on interdire la fixation publique des cours ? La commission parlementaire répondit d'une façon affirmative, « pour assurer, disait-elle, une cote exacte des prix et protéger les courtiers des cours contre des attaques de la part des visiteurs de la bourse dont les vœux ne seraient pas exaucés par les courtiers ». Beaucoup de personnes protestèrent au sein de la commission ; on y fit remarquer notamment les avantages de la fixation publique du *cours unique* de la bourse de Berlin, qui « assurait la constatation des cours sous le contrôle de l'ensemble du public de la bourse », « permettait d'apprécier l'exactitude du cours et, par de nouvelles opérations dont ils chargeaient les courtiers, de le fixer exact ». On conserva cependant cette disposition que l'on

doit prendre dans le même sens qu'une disposition identique écrite déjà dans le règlement de la bourse de Berlin « la *vraie* fixation des cours, devant les représentants du comité directeur et dans un local à ce destiné, ne peut avoir lieu publiquement (1) ».

Art. 29, al. 2 : « En dehors du commissaire de l'Etat, du comité directeur de la bourse, des secrétaires de la bourse, des courtiers et des représentants des professions dont l'intervention est prescrite par le règlement de bourse, personne ne pourra assister à la fixation des cours. »

Si le législateur, pour éviter tous les inconvénients qui en résultent, interdit toute fixation officielle des cours, il n'en permet pas moins que la fixation, seule réelle, des cours ait lieu en public : le principe posé, auquel on serait tenté de reconnaître, au premier abord, quelque importance n'en a aucune en réalité, ou plutôt n'en a qu'une fort médiocre ; il ne marque aucun progrès, en ce qui concerne les principaux marchés !

Ne devrait-on pas tenter de parvenir à une certaine unité dans la fixation des usages de place relatifs à l'établissement de cotes ? Oui ; mais une telle réforme n'aurait-elle pas pour conséquence indirecte une concentration plus grande encore du trafic sur le marché de Berlin, comme le pensent plusieurs banquiers de Francfort ? Nous ne considérons pas cette dernière crainte comme dépourvue de tout fondement : beaucoup de petites maisons de l'Allemagne du Sud demeurent en relations avec Francfort tout simplement parce qu'elles en connaissent les usages particuliers et la façon particulière de coter les cours ; et cependant nous ne croyons pas qu'il faille y ajouter une grande importance. D'ailleurs, la loi des bourses dispose en ces termes dans son article 35, alinéa 3 : « Le conseil fédéral est autorisé à prendre des dispositions pour amener une unité dans les principes relatifs aux

(1) *Drucksachen des Reichstages*, n° 246, p. 40.

quantités servant de base à la fixation des cours et dans les usages relatifs à la fixation du prix des valeurs » (1).

Une commission, composée de représentants des diverses bourses, s'est réunie à Berlin pour étudier les réformes possibles dans ce domaine : un jour ou l'autre, on verra disparaître des cotes des dissemblances qui n'ont que des causes historiques.

La fixation des cours n'a point changé sur la presque totalité des marchés depuis l'entrée en vigueur de la loi : à Berlin, la distinction entre valeurs admises à la partie non officielle de la cote officielle et valeurs admises à la partie officielle de la cote officielle a disparu ; elle n'avait d'ailleurs peu ou point de sens ; quelques modifications, un peu sensibles, à Francfort et sur d'autres places de médiocre importance sont seules dignes d'être notées ici.

Les cotes des principales places sont *plutôt* plus claires et plus nettes qu'avant la loi (2) : les progrès nécessaires étaient déjà accomplis lorsqu'intervint le législateur. A la suite de l'établissement sur le *marché libre* du grand trafic au comptant, la cote de Berlin contient, aux places où l'on inscrivait jadis les cours à terme, l'indication des divers prix des valeurs du *Montanmarkt* de la dernière bourse (3) ! La fermeture de la bourse en produits de Berlin a rendu impossible une réforme importante : une fixation plus précise des prix

(1) Dernier paragraphe de l'article 35 : « la faculté pour le gouvernement local de faire des règlements de la nature prévue dans le paragraphe 1, alinéas 2 (exiger une fixation officielle de tels cours) et 3, ne reçoit aucune modification, si le conseil fédéral n'en a point fait usage. Ces règlements doivent être portés à la connaissance du Chancelier de l'Empire. »

(2) Le conseil fédéral n'a jamais fait usage de la faculté prévue par la loi (art. 35, al. 2) « de prescrire en général ou pour certaines bourses une fixation officielle des cours de certaines marchandises ». Le sens de cette disposition nous échappe ; si les commerçants ne veulent pas de cote officielle, il sera difficile de fixer des cours !

(3) Le ministre du commerce de Prusse demanda aux anciens de la corporation des marchands de Berlin si la fixation de tels cours était bien légale : la réponse déclarait qu'en votant les grandes opérations on ne violait pas l'article 51, alinéa 2, et on respectait l'article 29, alinéa 3 (Cf. *Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 30 juin 1897).

des céréales (1), qu'il n'aurait pas été facile de mener à bonne fin. Les cotes des places peu importantes sont devenues sensiblement plus claires, celle d'Augsbourg notamment, si elles ne sont point toujours exactes pour les motifs que nous avons indiqués. Presque toutes les cotes allemandes contiennent aujourd'hui, après les cours, des désignations très précieuses pour quiconque désire savoir si un achat ou bien une vente était difficile sur le marché, afin d'y opérer lui-même ou afin de contrôler son mandataire : *lettre, argent, payé, quelque peu*, etc.

V

Il est impossible de dire que les dispositions de la loi des bourses relatives aux courtiers des cours aient empiré l'état antérieur des choses : mais les résultats ne sont nullement en rapports avec les efforts ; les progrès sont vraiment minimes ; nous n'avons à noter ici aucun résultat important.

L'institution du courtage des cours est identique à l'ancienne institution du courtage de commerce : les courtiers des cours sont toutefois sensiblement plus autonomes.

Quant à la fixation des cours, elle a lieu d'une façon identique : aucune différence très notable. Les cotes contiennent maintenant des indications souvent plus précises : c'est là le résultat le plus important des principes posés lors de l'élaboration de la loi des bourses.

Si le législateur ne s'est point heurté ici à des résistances, les dispositions qu'il a votées étaient plus neuves en droit qu'en fait : les yeux les plus observateurs remarqueraient avec peine quelque modification sensible au régime antérieur. Efforts encore inutiles !

(1) Lorsque l'on débattait, en décembre 1896, les conditions des nouveaux règlements de bourse entre anciens de la corporation des marchands de Berlin et représentants du Gouvernement, ceux-ci voulurent imposer tout un système nouveau impossible à établir immédiatement ; le ministre du commerce, prévoyant, sans doute, la fermeture de la bourse, n'insista pas (*Correspondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin*, 1896, p. 138).

CHAPITRE IV

LES COMMISSIONNAIRES EN VALEURS ET MARCHANDISES DE BOURSE SUR LES PLACES ALLEMANDES AVANT LA LOI DES BOURSES.

- I. — Le droit de la commission. — Le droit reconnu aux commissionnaires allemands de contracter personnellement avec leurs clients lorsque valeurs ou marchandises ont un prix de bourse ou de marché; son extrême importance. — Commissionnaires et commerçants pour propre compte; les banques alsaciennes.
- II. — Les *conditions* courantes des commissionnaires allemands en valeurs. — Les *propositions* des commissionnaires allemands en marchandises.
- III. — Abus qui se sont produits sur les places allemandes dans le domaine de la commission : la *coupe dans le cours*, la *spéculation sur le dos des clients*.
- IV. — (*suite*) Le droit de propriété des clients des banques sur les titres laissés en dépôt.
- V. — (*suite*) Divers abus plus particuliers.

I

« Le commissionnaire est celui qui fait profession de conclure des actes de commerce en son propre nom et pour le compte d'une personne qui lui en donne l'ordre » (art. 360 du Code de commerce allemand). C'est donc une personne de toute confiance, une sorte de mandataire, auquel sa qualité de salarié impose une mission plus stricte et que le mode même d'opérer en son propre nom assure, au cas d'infidélité, d'une impunité très probable. Comme toute personne qui se charge des affaires d'autrui, le commissionnaire... « est tenu de rendre compte au commettant » (art. 361 du même Code). Cette disposition se heurte à un vieil usage commercial

qui impose une grande réserve à ce mandataire prête-nom (1) et à un intérêt très respectable du commissionnaire, celui de ne point rapprocher des personnes qui pourraient par là suite contracter directement entre elles (2). En général, le commissionnaire ne rendra de comptes que sur la demande formelle de son commettant. Encore invoquera-t-il tantôt la promesse du secret, tantôt des relations suivies avec les mêmes personnes et refusera-t-il parfois toute explication autrement qu'en justice pour décourager ses clients peu processifs. Les registres du commissionnaire et les factures seront souvent tenus ou délivrés en double ; des amis complaisants serviront d'*hommes de paille* (Strohmänner) !

Un contrôle vraiment sérieux sera d'autant moins possible que le commissionnaire sera moins honnête. La tentation est trop forte, lorsque la preuve de l'infidélité est trop difficile.

Le commettant n'aura guère d'autre ressource que de prendre comme correspondant l'homme rare qui prend soin des affaires d'autrui autant que des siennes propres (3), tout au moins celui qu'il jugera le plus digne de sa confiance ; tandis que le commissionnaire prudent sera généralement à l'abri de tout danger : il aura, tout au moins, un droit de gage sur les objets qu'il a achetés et dont il ne se dessaisira que moyennant le paiement du prix (art. 374 Code de commerce).

Lorsque les commerçants n'accompagnèrent plus eux-mêmes leurs marchandises, ils envoyèrent des représentants dans les villes où ils trafiquaient couramment. Ceux-ci contractèrent d'abord au nom et pour le compte de leurs maîtres (4), ils nous apparaissent, de fort bonne heure, liés par

(1) « Usus est inter mercatores eorum negotia et suos corresponsales nemini pandere ac omni secretiori via agere » (Casaregis).

(2) Les commissionnaires de bourse ne peuvent que fort rarement invoquer cet intérêt.

(3) Büsch, *Theoretisch-praktische Darstellung der Handlung*, 1799, t. I, p. 248.

(4) Art. Faktor de R. Ehrenberg dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*.

un contrat de société, contents d'un salaire proportionnel aux marchés conclus (1); lorsqu'ils furent établis en pays étrangers depuis une ou plusieurs générations, ils contractèrent en leur propre nom et pour différentes personnes, offrant ainsi la garantie d'une solvabilité personnelle et connue et se contentant d'une moindre *provision*. Le passage au droit de la commission aussi bien dans le nord de l'Europe que dans le midi fut presque insensible : nous en voyons les premières traces très nettes en Allemagne au XVI^e siècle (2). Ce nouveau contrat prit peu à peu une extrême importance, jusqu'à ce qu'il fut étouffé dans son développement normal, en ce qui concerne la *commission de bourse* sur les places allemandes.

Il est facile de comprendre que les marchands, au courant des usages commerciaux et du crédit personnel de chacun, solvables au su de tous, furent choisis de préférence comme commissionnaires ; à côté de leur commerce personnel, ils firent des marchés en leur propre nom et pour le compte d'autrui ; une distinction absolue entre les actes de commission et les autres actes ne pouvait subsister longtemps, alors surtout que mandataires et mandants avaient la même sphère d'activité. Casaregis nous parle en maintes circonstances de commissionnaires qui contractent directement avec leurs clients (*fare la contazione in se stessi*). Mais une objection fondamentale se présentait dès le premier abord ; le célèbre professeur Grünhut l'a très bien résumée : « En raison de la confiance éminente que comporte la place de commissionnaire, il paraît surtout inadmissible que le commissionnaire, dont le devoir est d'avoir en vue et de protéger

(1) Goldschmidt, *Handbuch des Handelsrechts*, 3^e édit., t. I, p. 189 et 254.

(2) Le beau livre de M. Grünhut, *Der Kommissionshandel*, n'est plus du tout au courant sur les origines du droit de la commission. Voir deux écrits de R. Ehrenberg (Zur Geschichte der Hamburger Handlung im XVI Jahrhundert, *Zeitschrift des Vereins für hamburgische Geschichte*, t. VIII, p. 145 et surtout *Hamburg und England im Zeitalter der Königin Elisabeth*, p. 253 et s., 266 et s.) et Levin, *Ueber das Kommissionsgeschæft im Hansagebiete*, Berlin, 1887.

les intérêts du commettant, intervienne lui-même comme contractant, se place ainsi dans une situation où ses propres intérêts de partie sont en opposition absolue et crée une occasion de conflit entre l'exécution de son devoir comme commissionnaire et son propre intérêt comme vendeur ou acheteur... Il n'est pas possible de nier que si le commissionnaire a un choix à faire entre son propre intérêt et l'intérêt de son commettant, l'intérêt de celui-ci sera faiblement défendu et en général complètement sacrifié » (1).

Avant la rédaction du Code de commerce allemand, la majorité des auteurs semblait refuser aux commissionnaires le droit de *selbsteintreten*, d'intervenir personnellement comme contreparties de leurs commettants (2); quelques-uns cependant hésitaient ou soutenaient une doctrine contraire (3). Pöehls (4) l'admettait lorsque le commissionnaire était chargé de vendre, à condition qu'il achète *au plus haut prix*, et le refusait, lorsqu'il s'agissait d'un commissionnaire chargé d'acheter : c'était alors, selon notre auteur, une simple question de bonne foi. Un argument jeta le plus grand trouble dans beaucoup d'esprits : « augmentez la demande, les cours hausseront le plus souvent ; augmentez l'offre, ils baisseront » ; donc, disait-on, le commissionnaire rend un service à son commettant en écartant du marché son offre ou sa demande, en contractant personnellement avec lui, au cours du jour (5).

(1) *Der Commissionshandel*, p. 452 et 453.

(2) Sur l'histoire du droit de *Selbsteintritt* en Allemagne, l'excellent livre de Lepa, *Die Lehre vom Selbsteintritt des Kommissionnærs*, Stuttgart, 1883; Levin, *Ueber das Kommissionsgeschæft*; Abraham, *Ueber den Eintritt des Kommissionnærs als Selbstkontrahenten*, 1884.

(3) « D'après les principes généraux et les usages commerciaux allemands, le commissionnaire reste toujours libre d'acheter lui-même la marchandise qu'il est chargé de vendre, de livrer lui-même la marchandise qu'il est chargé d'acheter... On arrive ainsi plus vite au but. » Treitschke, *Rechtsgrundsätze von Commissionshandel*, Leipzig, 1839, p. 15 et 16.

(4) *Darstellung des gemeinen deutschen und des hamburgischen Handelsrechts*, I, p. 258, Hamburg, 1828.

(5) Abraham, *Eintritt*, p. 3.

Les projets de Code de commerce soit pour le Wurtemberg, soit pour Francfort, soit pour la Prusse, reconnaissent aux commissionnaires le droit de contracter personnellement avec leurs mandants. Leurs exposés de motifs invoquaient d'anciens usages, une tendance très marquée à s'adresser de préférence aux maisons, qui contractaient personnellement et directement avec leurs clients, qui assuraient ainsi un service très rapide et évitaient mille complications (1). Mais, ajoutait-on, « par l'admission d'un droit, sans la moindre limite, d'acheter ou de vendre directement au commettant, le droit de la commission serait ébranlé dans ses bases et un faux commerce avec soi-même en prendrait la place » (2).

Aussi l'article 376 du Code de commerce (3), après avoir admis en principe le droit pour le commissionnaire d'acheter ou de vendre personnellement à son client, a-t-il imposé deux restrictions, malheureusement l'une très platonique et inutile : le commettant ne doit pas avoir refusé le droit de contracter directement avec lui ; l'autre très vague, comme nous le verrons : les valeurs ou marchandises que le commissionnaire est chargé de vendre doivent avoir un prix de bourse ou de marché (Börsen-, Marktpreis). Cet article était, avant

(1) *Preussische Motive*, p. 161 ; Lutz, *Protokoll*, p. 732 ; Grünhut, *Kommissionshandel*, p. 434 ; Lepa, *Die Lehre*, p. 270.

(2) *Preussische Motive*, p. 161.

(3) Art. 376 : « Dans la commission pour l'achat ou pour la vente de marchandises, de lettres de change ou de billets à ordre et de valeurs mobilières, qui sont cotées à une bourse ou à un marché, le commissionnaire a le droit, quand le commettant n'a pas stipulé le contraire, de livrer comme vendeur la chose qu'il doit acheter ou de garder pour lui comme acheteur la chose qu'il a été chargé de vendre.

Dans ce cas, l'obligation du commissionnaire de rendre compte de la conclusion de l'achat ou de la vente se borne à justifier que, pour la fixation du prix, il s'est conformé au cours de la bourse ou du marché au moment de l'exécution. Il a droit à la provision ordinaire et il peut porter en compte les autres frais d'usage en matière de commission.

Si, en donnant avis au commettant de l'exécution de ses ordres, le commissionnaire n'indique pas immédiatement une autre personne comme acheteur ou vendeur, le commettant a le droit de poursuivre le commissionnaire lui-même comme acheteur ou comme vendeur. »

la nouvelle loi des bourses, la base de ce que l'on appelle, en Allemagne, *le droit de la commission de bourse*.

Au dire général, deux principaux motifs (1) lui avaient valu cette importance : tout d'abord et surtout, l'impossibilité presque absolue de trouver à la seconde une contrepartie, par conséquent la nécessité ou bien d'attendre, ce que le commettant ne veut souffrir, car les conjonctures peuvent changer et son calcul est généralement basé sur un changement, plus ou moins immédiat, des conjonctures, ou bien d'accepter le commissionnaire comme contractant ; et aussi peut-être, en quelque mesure, le désir du commissionnaire, même honnête, de n'avoir aucun compte à rendre, de n'avoir à prouver qu'un fait : « le principal vœu du commissionnaire est d'éviter les choses désagréables, auxquelles il est constamment exposé, car le commettant n'est pas toujours un petit ange et le commissionnaire un coupable ; le commettant peut être processif et porter des accusations très vagues » (2).

Si la faculté pour les commissionnaires de se présenter eux-mêmes comme contreparties de leurs clients n'était point sans avantages pratiques dans les relations d'affaires, en réalité, deux désirs, un désir très naturel de la part des commerçants, celui de se sentir une plus grande liberté d'action, un désir, très compréhensible mais chargé d'imprévoyance de la part du public, celui de voir les marchés se conclure avec une plus grande rapidité, expliquent surtout le succès d'une forme de contrat aussi bâtarde. Le législateur du Code de commerce allemand avait encore le choix entre le vieux système du mandat commercial, qui laissait sans doute une large place à la fraude, mais précisait nettement les droits et les devoirs de chacun, et un système assez nouveau sur les places allemandes, qui établissait, en principe, malgré la persistance de toute l'ancienne réglementation, l'opposition

(1) Les autres motifs se dégagent assez nettement de notre précédent exposé.

(2) Material, *Sten. Ber.*, p. 2189.

d'intérêts du commissionnaire et du commettant, dans des circonstances où il ne pouvait y avoir qu'un assez vague contrôle.

Le courant, qui se dessinait en Allemagne, il y a plus de trente ans, dans le sens d'une extension progressive du droit de *Selbsteintritt*, pouvait encore être remonté ; l'on eut tort, lors des conférences de Nuremberg, de proposer la confirmation légale d'une pratique assez courante mais dangereuse et ne répondant point à une absolue nécessité : malgré cette restriction quelque peu sérieuse, qu'il dut exister un *prix de bourse ou de marché*, le commettant n'en était pas moins placé dans un état d'infériorité, le commissionnaire malhonnête et habile sous la protection accidentelle de la loi.

Ce qui à nos yeux double la faute des esprits éminents, qui élaborèrent généralement avec sagesse le Code de commerce, c'est leur extrême mollesse : ceux-ci ne voulurent point forcer les commissionnaires à déclarer expressément s'ils se présentaient personnellement comme contreparties parce que ce n'était point là un usage existant, parce que ce serait là une gêne (1) ! et cependant on insista, devant la commission, sur l'avantage qu'aurait le commettant à savoir si le commissionnaire avait quelque intérêt en opposition avec les siens propres ! (2).

Le *contrat de commission*, établi sur les bases de l'article 376, était-il, à proprement parler, un *contrat de commission* ? Une simple anomalie : la persistance d'un droit à une provision (3), semblait nous retenir seule sur le terrain primitif.

Les jurisconsultes, qui reconnaissaient la nature de contrats de vente aux contrats passés par les *commissionnaires*

(1) Lutz, *Protokoll*, p. 735.

(2) *Eod. loc.*, p. 1213.

(3) Art. 376 du C. de c. ; cf. Lepa, *Die Lehre*, p. 279. — Cette persistance a une cause historique (cf. Treitschke, *Rechtsgrundsätze vom Kommissionshandel*, p. 17) et une cause économique.

et leurs clients au cas d'intervention personnelle (1), n'en pensaient pas moins que ceux-là restaient en toutes circonstances des mandataires, tenus comme tels à défendre les intérêts de leurs mandants envers et contre tous, envers et contre eux-mêmes (2). Cette doctrine était exacte ; elle avait une base très solide dans les principes généraux écrits en l'article 361 du Code de commerce allemand,

Mais si les banquiers prétendaient, qu'en *selbsteintretend*, ils devenaient de vrais acheteurs, de vrais vendeurs, au cours de la bourse, bien qu'ils perçussent une somme proportionnelle à l'importance des marchés conclus, ils ne cherchaient point un appui dans les dispositions du Code de commerce relatives à la commission, mais dans leur volonté propre et celle de leurs clients : cet accord de volonté ne faisait-il point loi ?

Difficile question où les esprits les plus fins et les plus subtils trouveraient matière à large discussion. Un vrai trafic de commission se présentait parfois sous une forme très voisine d'un vrai trafic d'achat et de vente *pour propre compte* et surtout un vrai trafic d'achat et de vente *pour propre compte* se présentait souvent sous une forme très voisine d'un trafic de commission, et s'en distinguait pour les seuls observateurs des circonstances de fait.

Ces dispositions avaient, sans doute, une grande importance ; leur champ d'application n'en était pas moins restreint dans la vie pratique. Dans le trafic en valeurs, il s'était

(1) La doctrine de Grünhut (*Kommissionshandel*, p. 452 et s.) reprise par Hanausek (*Die Haftung des Verkäufers für die Beschaffenheit der Waare*, 1^{re} partie), selon laquelle le contrat où le commissionnaire intervient comme contrepartie réelle de son client, reste un contrat de commission, est généralement abandonnée ; on y voit couramment un contrat de vente. Cette question a été exposée dernièrement par M. Arno (Il contratto con se medesimo (selbstcontrahiren), *Archivio giuridico*, 1896) dont l'exposé n'est point très clair, mais dont les indications bibliographiques sont très complètes.

(2) Sieveking, Der Artikel 376 des allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuchs und der Entwurf eines Börsengesetzes, *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XLIV, p. 3.

développé sur plusieurs places et notamment à Munich un important trafic d'achat et de vente de titres à prix débattus entre capitalistes et banquiers. Dans le trafic en marchandises, tout le système de *propositions*, que nous allons exposer, était un système d'achats et de ventes pour propre compte.

Nous devons faire ici une place à part aux banques alsaciennes : celles-ci ignorent le droit de *Selbsteintritt* et tout son dangereux terrain de débats et de compromissions ; elles ont conservé avec sagesse les vieux principes du mandat tels qu'ils sont posés dans notre Code civil. Les clients peuvent avoir la preuve qu'on leur a compté un cours exact : les bordereaux qu'ils échangent avec leur banquier doivent porter le numéro des bordereaux échangés entre celui-ci et le banquier d'une place centrale ; c'est là une exigence d'une loi de finance qui, tout en assurant la perception d'au moins un droit, fournit un facile moyen de preuve aux honnêtes maisons, une certaine sécurité aux clients (1).

A côté de ce pur trafic de commission, les banques alsaciennes connaissent un important trafic pour leur propre compte : elles achètent ou vendent les valeurs à un prix déterminé d'un commun accord. Elles ne connaissent aucun mode de nature mixte.

II

Les commissionnaires en valeurs semblaient se dégager des vieux principes et des vieilles règles plus lentement que les commissionnaires en marchandises : la diversité extrême des valeurs négociées en bourse ne permettait guère de simplifier encore, de simplifier toujours les relations d'affaires et d'établir un pur trafic d'achat et de vente.

Les rapports entre les commissionnaires en valeurs et leurs commettants sont réglés sur beaucoup de points par des

(1) Que la fraude reste encore possible à la suite d'une entente entre banquier local et banquier régional : c'est ce que nous ne pouvons nier ; c'est là un danger inhérent à toute opération de commission.

conditions (Geschäftsbedingungen), où sont fixés, d'une façon plus ou moins précise, par les commissionnaires eux-mêmes les droits et les devoirs de chacun. Ces conditions, communiquées à toute personne entrant en relations avec eux et acceptées par elle tacitement ou expressément, jouent dans la vie pratique un rôle si important que nous devons en exposer les clauses les plus usuelles, insister sur les plus léonines, au jour où l'on songea à mettre terme aux abus les plus criants (1).

Presque tous les banquiers déclaraient expressément acheter ou vendre eux-mêmes ; ils refusaient, en conséquence, toute explication sur la façon dont l'achat ou la vente avaient eu lieu : ils avaient opéré avec leur client et n'avaient nullement servi de vrais mandataires. « Dans tous les ordres qui nous sont donnés d'acheter ou de vendre des titres, des lettres de change ou des valeurs, je me réserve soit d'exécuter les ordres par un contrat avec une tierce personne, soit de les terminer par une compensation, soit d'intervenir moi-même comme acheteur ou vendeur. Si dans mon annonce de l'exécution de l'opération, on ne trouve aucune communication spéciale sur une de ces formes d'exécution, si j'écris ou télégraphie, pour être bref, « j'achète....., je vends pour vous », j'interviens dans ce cas moi-même comme vendeur ou acheteur desdites valeurs (2) ». Il était peu fréquent que les banquiers se soumissent purement et simplement aux dispositions de l'article 376.

Les commissionnaires avaient entre leurs mains trois sortes de *dépôt* (nous prenons cette expression dans son sens le plus large) (3) : le *dépôt fermé* sous cire à cacheter, le *dépôt*

(1) Ce qui va rendre notre exposé sensiblement plus facile ce sont deux exposés d'Adolf Endemann publiés l'un sous le titre de *Systematische Darstellung der Geschäftsbedingungen von 21 Bankfirmen* dans le Material der Börsen-Enquete-Kommission et l'autre sous le titre *Das moderne Kommissionsgeschäft im Effektenverkehr*, Berlin, 1895.

(2) *Systematische Darstellung*, p. 4.

(3) Nous avons conservé le mot allemand, quitte à éclaircir cette notion, non par une définition, mais par diverses explications incidentes :

avec remise des numéros et le dépôt libre. Le déposant ne devait être propriétaire des titres déposés que dans les deux premiers cas ; dans le troisième, il n'avait qu'un droit de créance portant sur tant de titres de telle espèce. Les conditions contenaient fréquemment la clause suivante ou une clause identique : « Les valeurs que j'aurai pour le compte de mon commettant seront séparées, administrées et conservées au seul cas d'entente expresse ; en d'autres cas, elles tomberont dans mon propre patrimoine, sans transmission de leurs numéros : j'ai le droit d'en disposer librement, surtout de les donner en lombards... »

Profitant des dispositions des articles 310 et 311 du Code de commerce, les commissionnaires se réservaient le droit de vendre les objets qu'ils avaient en gages, *directement*, sans intervention de justice. Cette disposition était valable en Prusse (Code général, liv. I, titre XX, §§ 25 à 32) ; elle ne l'était point dans les pays rhénans, où notre Code civil était resté en vigueur. « D'après notre choix, disaient couramment les conditions, nous pourrons, sans aucune intervention de justice, soit vendre librement, soit prendre en paiement les titres de nos clients en défaut. »

Les commissionnaires en *marchandises de boursé* de Berlin et des principales places allemandes ne connaissaient point de telles conditions. Les bordereaux (Schlussnoten) échangés avec les clients, contenaient, à Berlin, en plus d'une reproduction textuelle des bordereaux des courtiers assermentés, bordereaux agréés par le ministre du commerce de Prusse, une disposition relative à la provision : « la maison de commission retient, en plus, un pour cent de provision pour l'achat et la vente réunis, les droits de courtage et les frais de timbres.. » (1). Il ne s'agissait de dépôt et de couverture que dans

on désignait ainsi toute valeur se trouvant chez le banquier et sur laquelle un client avait ou pouvait avoir un jour, en vertu d'un contrat actuel, quelque droit réel.

(1) Grünwald und Lilienthal, *Zum Terminhandel an der Berliner Produktenbörse*, p. 10.

les rapports avec les étrangers. Ce qui est surtout caractéristique du grand commerce en marchandises d'un certain nombre de places et notamment de Berlin, ce sont les *propositions* (*propositions*, plus souvent *Anstellungen*) « des offres d'opérations à terme, en même temps d'achat et de vente que les commissionnaires, après fermeture de la bourse et avec l'indication de leurs prix, transmettent par lettre ou télégramme sur d'autres placés et par lesquelles ils se lient ferme pour un certain temps et pour des quantités fixées d'avance » (1).

Berlin, 31 juillet 1892.

D'après nos ententes spéciales, nous cotons pour les ordres que vous voudrez bien nous envoyer ici avant demain midi.

	blé	seigle	avoine	huile de navette
Sept.-oct.	163,	152	146,50	47,90
Oct.-nov.	164,25	151	145,75	48,00
Nov.-déc.	165,50	150	145,	48,00
Avr.-mai 93	171,	151	146	48,30
Mai-juin 93	—	—	—	—

Tout, papier et argent.

X et Y.

Autre exemple :

« D'après toutes les conditions des bordereaux de la bourse en produits de Berlin, je donne ou je prends fixe contre provision entendue :

	blé	doublé au choix du vendeur	doublé au choix de l'acheteur
Oct. 1894	»	»	»
Nov. 1894	129,50	»	»
Déc. 1894	131,25	128,50	134,25
Janv. 1895	132,00	»	»
Févr. 1895	133,00	»	»

Sur télégramme urgent, jusqu'à samedi..... »

Ces tableaux de *propositions* sont appelés à Berlin dans

(1) *Eod. loc.*, p. 14.

le monde des affaires *Speisekarte*, la carte dont chacun peut tirer à sa guise son propre menu.

Ce qui était très remarquable, c'était la persistance d'une provision : si l'on ne parlait point d'un prix d'achat et d'un prix de vente, séparés par un écart, ainsi que les prix d'un *dealer*, lorsqu'il *fait les prix*, c'est que les clients du commissionnaire voyaient dans cette expression unique la preuve de la position neutre de celui-ci. Il est arrivé parfois cependant que les commissionnaires aient indiqué deux prix. Les offres étaient retirées par télégramme, lorsque des nouvelles alarmantes changeaient la situation du marché ; les offres étaient souvent retirées tacitement, par cela seul que le marché américain avait, entre temps, subi une dépression de tant de cents.

Tout ce système est issu lentement de la concurrence croissante entre maisons de commission et par suite de la préférence très marquée du public pour ceux qui traitaient à prix fixe et ne laissaient ainsi aucune place aux hésitations et aux surprises.

Sur les autres places allemandes, les *propositions* avaient pris une certaine extension, qui n'avait pas eu cependant pour conséquence la disparition du contrat de commission.

A Berlin, d'ailleurs, le contrat de commission reparaissait en plusieurs circonstances dans le trafic de bourse en marchandises : les fortes maisons de la province désireuses de livrer une marchandise détenue et peu soucieuses de payer 1 0/0 de provision indiquaient une limite et donnaient ainsi de vrais ordres de commission ; toute personne, qui voulait acheter les marchandises sur le marché effectif, ne pouvait profiter des propositions. Ce n'étaient là, il est vrai, dans le trafic à terme en marchandises de bourse que des circonstances exceptionnelles, dont il ne faut pas cependant oublier l'existence : car, alors, reparaissaient les abus qui se sont présentés en Allemagne, d'une façon plus courante, dans le trafic en valeurs.

III

« Le banquier se borne rarement à servir d'intermédiaire dans les relations financières, il ne fait pas seulement des achats et des ventes en tant que commissionnaire pour le compte de ses clients, mais, en même temps, il spéculé pour son propre compte. Aussi le danger est-il proche(1). » Le célèbre professeur Goldschmidt voyait bien la vraie cause de tout le mal : les nombreux abus, qui se produisirent dans les relations entre commettants et commissionnaires sur le marché allemand avant sa nouvelle réglementation et, d'une façon plus courante, dans les relations entre les banquiers et leurs clients avaient leur origine dans une opposition de leurs propres intérêts. Tant que le commissionnaire ne fit qu'opérer « en son propre nom et pour le compte de ses clients », la fraude fut facile, mais conserva un caractère à la fois occulte et nettement délictueux ; lorsque le législateur eut cru nécessaire de reconnaître expressément le droit de *selbsteintritt*, le patrimoine des commettants se confondit de plus en plus avec celui du commissionnaire, tandis que l'opposition d'intérêts se faisait jour d'une façon toujours plus nette et que la démarcation entre ce qui était autorisé par la loi et défendu par elle devenait sans cesse plus difficile à préciser. Les commissionnaires véreux purent profiter d'une telle situation. Les provisions, autrefois assez élevées, étaient devenues presque dérisoires, par suite d'une concurrence croissante (2) ; si elles n'en étaient pas moins restées, pour la majorité des commissionnaires, la plus notable part de leurs bénéfices, il était souvent venu se greffer, grâce surtout à ce

(1) L. Goldschmidt, *Börsen und Banken, Preussische Jahrbücher*, novembre 1891 ; nous citons cet article d'après une reproduction presque intégrale publiée dans le *National Zeitung* du 1^{er} décembre 1891, édition du soir.

(2) En 1859, les provisions étaient cinq fois plus élevées qu'aujourd'hui ! (Material, *Sten. Ber.*, p. 3220).

droit reconnu aux commissionnaires de contracter directement avec leurs clients, des actes de spéculation sur ces actes *de commission*.

Le droit de *selbsteintritt* était devenu l'objet d'une haine générale ; « ce qui n'avait pas été sans aviver la défiance du public, c'était cette pensée que ce droit était seulement un moyen de spéculer sur des sommes énormes, sans que n'importe quoi de réel n'ait lieu sur le marché (1). » Généralement, cette intervention personnelle était une « forme et non une réalité » ; les commissionnaires « se couvraient à la première occasion » ; ils attendaient des ordres semblables et inverses ou telle autre circonstance favorable, pour éviter les droits de courtage qui leur auraient enlevé une très notable part de leurs bénéfices. Mais la porte n'en était pas moins ouverte à de nombreux abus, qui provenaient d'une législation défectueuse, et de la direction prise par le « *trafic de la commission de bourse* » et de la difficulté où l'on se trouvait à l'engager dans une nouvelle voie.

L'article 376 du Code de commerce reconnaissait aux commissionnaires « le droit de livrer comme vendeurs la chose qu'ils devaient acheter... » ; à moins d'indications formelles dans la lettre ou dépêche annonçant l'exécution des ordres, à moins de telle disposition des *conditions* permettant de s'entendre à demi-mot, le client ignorait si son commissionnaire avait contracté avec un tiers pour son compte ou avait profité de la faculté que lui reconnaissait l'article 376. Quelques commissionnaires employaient sans explications cette formule ou telle autre semblable. « J'ai acheté..., j'ai vendu pour vous... » ; ils conservaient ainsi, indéfiniment et selon leur avantage occasionnel, le droit de se déclarer contrepartie effective ou simple intermédiaire.

Le commissionnaire, qui avait contracté directement avec son client, « était obligé de justifier que, pour la fixation du prix, il s'était conformé au cours de la bourse ou du marché au moment de l'exécution » (art. 376, al. 2, C. de com.) ; or,

(1) *Eod. loc.*, p. 597.

selon l'article 353, « si, dans le contrat, le prix du marché ou de la bourse avait été indiqué comme prix de vente, on devait, dans le doute, entendre par là le prix courant, fixé, d'après les règlements locaux, au temps et au lieu de l'exécution du contrat ou sur la place de commerce servant de régulateur à ce lieu ; — à défaut de prix courant ou sur la preuve de son inexactitude, on devait prendre le prix moyen résultant de la comparaison entre le prix des ventes faites au temps et au lieu de l'exécution du contrat ». Le commissionnaire profitait de cette preuve *prima facie* (Staub) ; son commettant aurait dû prouver, pour écarter les cours indiqués dans les cotes, que le prix actuel n'était pas le vrai prix ou bien qu'en fait il n'y avait pas de prix faute d'opération réelle (1). Si les cotes contenaient non pas un cours, mais la fluctuation des cours, le commissionnaire pouvait généralement indiquer à volonté comme prix du contrat celui qui lui était le plus avantageux. En principe, on lui reconnaissait le choix du moment où serait faite l'opération, car « il devait exécuter l'opération avec le soin d'un bon commerçant dans l'intérêt du commettant » ! (art. 361). La porte se trouvait ainsi ouverte à tous les abus.

Les commissionnaires pouvaient *couper dans le cours* (im Kurse schneiden), c'est-à-dire, compter au commettant, lorsque dans un jour plusieurs prix étaient cotés, le cours le plus défavorable, tandis qu'il avait lui-même contracté à un cours plus favorable (2), ou bien spéculer sur le dos de leurs commettants (auf den Rücken der Kommittenten spekulieren) c'est-à-dire acheter à un certain cours dès l'arrivée des ordres, puis soit compter ce cours au commettant au cas de baisse ultérieure, soit au cas de hausse ultérieure revendre et racheter ou simplement compter le dernier cours, pour bénéficier personnellement de la différence entre les deux cours d'exécution (3).

(1) *Entscheidungen des Reichsgerichts in Civilsachen*, t. XII, p. 9.

(2) Munk, *Missbräuche an den Børsen*, p. 29.

(3) Endemann, *Børsen-Kommissionsgeschäft*, p. 15.

On avait trouvé plusieurs remèdes à ces abus. La chambre commerciale du tribunal de première instance de Berlin avait fait application de cette disposition : le commissionnaire doit donner au commettant les avis nécessaires, en particulier l'avertir sans délai de l'exécution de ses ordres et déclaré que le commissionnaire ne pouvait imposer au commettant un cours coté pendant la bourse que, s'il lui avait, durant ce temps, envoyé un avis ; sinon, il ne pouvait s'agir que du *dernier cours* (1). Mais si cette jurisprudence protégeait le commettant contre des cours intermédiaires qui lui seraient défavorables, elle ne le protégeait pas contre les cours de clôture défavorables.

Il s'établit, dans les relations avec Berlin, diverses coutumes intéressantes à rappeler pour montrer dans quelles limites l'initiative privée pouvait réduire le champ des abus possibles : laissons le cas d'opérations au comptant, la bourse de Berlin ayant pour celles-ci son célèbre *cours unique* (2). Les ordres à terme, qui venaient avant la bourse, devaient être exécutés au *premier cours*, à moins d'ordres contraires provenant notamment de l'importance de l'achat ou de la vente. Les ordres, qui arrivaient durant la bourse, devaient être exécutés de suite (3). Les commettants exigeaient généralement une réponse télégraphique ; les commissionnaires ne pouvaient *spéculer sur le dos de leurs clients* ou *couper dans le cours* que durant un temps assez bref et dans des limites assez étroites. Les commettants avaient pris l'habitude de partager leurs ordres, lorsqu'ils n'avaient pas grande confiance dans leur mandataire et voulaient exercer un contrôle : ils pouvaient ainsi distinguer plus aisément ce que

(1) Munk, *Missbræuche*, p. 29 ; impossible d'indiquer les jugements eux-mêmes ; c'est en feuilletant les registres de sa chambre (*Chambre commerciale du Landgericht* de Berlin), que le conseiller Munk en a retrouvé l'existence ; l'aimable magistrat berlinois n'a pu nous donner communication d'aucun d'entre eux.

(2) Le *cours unique* rendait le *schnitt* absolument impossible, de là, dans une large mesure, la cause de son énorme succès (v. *Cours unique*).

(3) Material, *Sten. Ber.*, p. 942. C'étaient là de vrais usages de place.

l'on appelait *les mauvais services*. Selon certains clients, l'achat ou la vente devaient avoir lieu moitié *au premier cours*, moitié *au dernier cours*, cours qui étaient l'objet d'une cote.

Les réponses télégraphiques se faisaient attendre ; les spéculateurs, qui refusaient énergiquement de recevoir la moindre dépêche pouvant les dénoncer à leur famille, étaient, dit-on, fortement exploités. Les banques véreuses voyaient là un moyen de compléter les provisions minimales, dont les grandes banques, compensant les ordres et touchant cependant courtages et droits de timbre (art. 376), pouvaient se contenter, mais qui leur étaient insuffisantes pour subsister.

Restait une question qui était fort délicate, mais qu'il paraît déjà scandaleux de poser publiquement : un commissionnaire peut-il se présenter lui-même personnellement comme acheteur ou vendeur, après que les ordres ont été exécutés sur le marché ? M^e Staub répondait sans hésiter, dans son excellent commentaire (p. 892) : « avant et lorsqu'il se déclare contrepartie, le commissionnaire a les devoirs d'un commissionnaire... Il ne peut pas se présenter lui-même comme contrepartie, lorsqu'il a déjà fait l'opération avec un tiers ». La grande majorité des *commissionnaires* allemands en valeurs protestaient contre l'application qu'on voulait leur faire du principe et de ses conséquences : ils se déclaraient *acheteurs* et *vendeurs* et non *commissionnaires* au sens du Code de commerce. D'ailleurs, disaient-ils, ce que l'on appelle *coupe dans le cours* est le simple résultat d'une transaction très légitime : un banquier reçoit, en même temps, trois ou quatre ordres identiques et fait sur le marché deux opérations à des cours différents (1) ; pourquoi, au lieu de compter aux uns le cours le plus bas, aux autres le cours le plus haut, ne chercherait-il pas une sorte de moyenne, qu'il indiquerait à tous ses clients comme le cours de l'opération ? Malheureusement, si les maisons d'une haute honorabilité se livraient à ces sortes de transactions que nul ne saurait

(1) Material, *Sten. Ber.*, p. 529.

blâmer, la *coupe dans le cours* était généralement un acte nettement malhonnête de la part des maisons qui se plaignaient de ne pouvoir payer, avec les provisions actuelles, « leur personnel, leur chauffage et leur éclairage électrique ».

Ces divers abus n'étaient point possibles au cas de *propositions* : il n'y avait alors qu'achats et ventes aux prix *proposés* (1).

IV

Les banquiers (commissionnaires) avaient entre leurs mains, sous le nom de *dépôts*, des valeurs qui appartenaient à leurs clients ou dont la propriété devait leur advenir ou revenir, selon les circonstances et dans un délai plus ou moins éloigné (2) : il s'agissait tantôt d'un vrai dépôt, de la garde de titres, tantôt de remise en gage, ou bien encore, et c'était là *le cas le plus important et le plus compliqué*, (L. Goldschmidt) d'un contrat intimement lié à un contrat de commission. Cette dernière hypothèse devrait seule nous intéresser ici ; nous dirons, cependant, quelques mots des deux premières, parce qu'elles nous apprendront comment il était possible à un banquier de confondre sans grandes difficultés le patrimoine de ses clients avec le sien propre pour son plus grand avantage et pour le plus grand danger de ceux-ci ; d'ailleurs c'est une seule et même loi (*la loi de dépôt*) (3) qui a voulu mettre un terme à toute cette série d'abus.

(1) Max Weber, *Ergebnisse*, *Zeitschrift*, t. XLIV, p. 91.

(2) Voir sur les abus qui s'étaient produits dans le domaine des *dépôts* : L. Goldschmidt, *Börsen und Banken* ; Wiener, *National Zeitung*, 11 et 12 déc. 1891 ; J. Goldschmidt et Lesse, *Verhandlungen des XXII deutschen Juristentages*, t. I ; Riesser, *Bankdepotgesetz*, p. 3 ; le petit livre d'Adolf Endemann, *Börsenkommissionsgeschäft*, nous fait mieux saisir que les études des autres et éminents juriconsultes les abus autrefois possibles et existants, parce que son auteur connaît bien les *conditions* des commissionnaires, auxquelles MM. L. Goldschmidt, Wiener, ... ne font que de rares allusions.

(3) Plus exactement « loi impériale sur les devoirs des commerçants qui ont la garde des valeurs d'autrui ».

Chargeait-on un banquier de garder telles valeurs ? Le banquier devait rendre les titres mêmes qu'on lui avait confiés ; s'il en faisait de son propre mouvement un emploi contraire aux intérêts du déposant, il tombait sous les coups de la loi pénale (art. 246 du Code pénal). Mais, à la suite d'une entente, qui n'avait pas toujours *l'avantage de ne laisser aucun doute* aux esprits peu cultivés et qui cependant paraissait concluante aux juriscultes, le banquier pouvait devenir propriétaire des titres, quitte à rendre une même quantité de titres semblables : il pouvait faire miroiter aux yeux des clients, ignorant le revers de la médaille, que le transfert de propriété avait pour conséquence d'étendre sa responsabilité aux cas de force majeure ! Les conditions des commissionnaires contenaient souvent des clauses dont la portée échappait aux intelligences peu ouvertes et dont résultait l'omnipotence du banquier.

Lorsque le banquier, chargé de telle opération, demandait un gage, il ne devenait pas en principe propriétaire des titres qui lui étaient remis. Il s'était accrédité, cependant, dans le monde des affaires qu'il ne s'agissait alors que d'une dette de genre, c'est-à-dire d'une obligation de rendre une même quantité de titres semblables. M. L. Goldschmidt protestait, avec raison, contre une pareille doctrine qui n'avait aucune base juridique : cette croyance s'appuyait sur les clauses courantes des *conditions* des banques, si elles n'avaient nullement la valeur de principes.

Les commissionnaires, contractant directement et personnellement avec leurs clients, devaient transférer la propriété des titres qu'ils acquéraient d'un tiers en exécution des ordres donnés ou qu'ils avaient déjà entre leurs mains. Il suffisait sans doute pour ce transfert de possession d'un *constitutum possessorium*, de l'envoi du numéro des titres ou d'une spécialisation de fait, à laquelle devait se joindre, selon certaines législations, un accord quelconque mais spécial de volonté (1). Jusqu'au moment où le commissionnaire se

(1) Wiener, *National Zeitung*, 10 décembre 1891.

décidait à faire un acte translatif de possession, le commettant n'avait, disait une jurisprudence ancienne (1), mais non confirmée depuis longtemps, qu'une dette de genre; un droit à une certaine quantité de telle espèce de titres; le commissionnaire pouvait donc disposer à sa guise des valeurs destinées à ses clients.

Le professeur L. Goldschmidt n'admettait point de tels principes (2); M. Lessø essayait une construction plus ingénieuse que vraiment juridique (3); en aucune circonstance, cependant, les décisions de la haute Cour commerciale ne furent contredites devant le tribunal d'Empire : les *conditions* des commissionnaires, généralement expresses sur ce point, rendaient fort rares les difficultés (4). Que le commissionnaire tombât en faillite, et le commettant n'avait qu'un droit de créance !

Malheur surtout à quiconque achetait des valeurs avec des moyens insuffisants ou incomplètement disponibles ; car le commissionnaire invoquant les conditions, qu'il avait imposées à la faiblesse de ses clients et qu'il était aussi forcé d'imposer pour se trouver à l'abri, refusait généralement de leur transférer la propriété de titres qui n'étaient pas intégralement payés ou qui devaient servir de base de crédit. Les dispositions légales, relatives au droit de gage des commissionnaires, telles qu'elles sont écrites dans les articles 374 et 375 du Code de commerce, ne suffirent point pour protéger les banquiers : au cas de difficultés avec le commettant, le commissionnaire doit prouver que « la dette issue d'actes de commission existe encore », ce qui n'est point toujours très facile. D'autre part, le client du banquier a-t-il un compte courant ? sitôt le solde du compte est-il reconnu, sitôt tombe le droit de gage, qui porte sur chaque dette séparée (5).

(1) *Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts*, t. XVI, p. 207 ; t. XIX, p. 78.

(2) *Børsen und Banken*.

(3) *Verhandlungen*, t. I, p. 396.

(4) Voir le n° II de ce chapitre.

(5) Tout ceci est fort bien exposé par M. Riesser, *Bankdepotgesetz*,

Dès lors, les commissionnaires pouvaient spéculer à leur aise avec l'argent de leurs excellents commettants ou donner en lombards les titres qui leur étaient destinés. L'annonce de l'exécution des ordres avait lieu sous cette forme : « J'ai acheté pour vous tant de titres de telle espèce à tel prix ; je les garde en dépôt. » N'y avait-il pas quelque chose de frauduleux dans cette déclaration de *garde en dépôt*, destinée à donner aux esprits la plus fausse tranquillité ? M. L. Goldschmidt le pensait (1) ; nous ne pouvons croire, cependant, qu'il y eut là, selon le droit pénal allemand, un élément quelconque de délit.

L'horrible situation du joueur au comptant d'une part et, de l'autre, la quiétude du banquier avaient été résumées en ces termes par le président Wiener : les clients s'exposaient à des pertes énormes « par suite d'ordres d'achat, ou qui n'avaient pas été exécutés, ou dont l'exécution avait été suivie de l'emploi des valeurs achetées au profit personnel du banquier, tant et si bien que les mêmes titres remplissaient en même temps une double fonction : tenir les clients dans les liens d'un contrat à cause des ordres exécutés et servir de nouveau aux libres négociations du banquier » (2).

Le banquier, qui faisait spéculer ses clients sous la forme de marchés au comptant, n'avait aucun danger à courir : il pouvait profiter des gages et des titres *déposés* comme moyens de crédit personnel, et n'avait guère à craindre une exception de jeu !

Un banquier de la province avait-il transmis les ordres de ses clients à un banquier d'une place importante, de Berlin, par exemple ? Il arrivait, alors, fort souvent que le banquier de la province les fit exécuter pour son compte et en son nom ;

p. 36. — Nous serions enclin à croire que M. Riesser a un peu accentué les traits des difficultés (cf. von Pechmann, *Das sog. Depotgesetz*, p. 33), bien que nous ne nions point qu'il y ait là des dangers réels pour les commissionnaires.

(1) *Börsen und Banken*.

(2) *National Zeitung*, 10 décembre 1891.

sans désigner son client : le banquier berlinois ne connaissait qu'une seule personne, son confrère de la province ; celui-ci tombait-il en faillite ? Le banquier berlinois exerçait son droit de gage sur les titres qui avaient été achetés en exécution des ordres donnés par le banquier de la province (1). Il y avait là moins un abus, qu'une situation malheureuse, dont les débats de nombreuses affaires prouvaient l'existence et pour laquelle un remède était fort difficile à trouver, car il s'agissait de mettre le banquier central à l'abri de toute perte, tout en protégeant les clients de la banque régionale.

Les banques alsaciennes, conservant les vieux principes des banques françaises, trouvaient généralement suffisant le droit de gage, que leur reconnaissait la loi, sur les titres achetés par eux pour le compte de leurs clients : la distinction entre ce qui appartenait aux commettants et ce qui appartenait aux commissionnaires était généralement nette et franche ; le dépôt irrégulier de titres y était presque inconnu.

V

Il était peu difficile de diriger, de *manipuler* les cours (2) des valeurs dont le trafic était peu régulier : plusieurs commissionnaires et notamment le célèbre Polke (3) en profitèrent pour amener une hausse lorsqu'ils désiraient vendre à leurs clients des titres qu'ils avaient déjà entre leurs mains, une baisse lorsqu'ils désiraient leur acheter tels autres titres : nouvelle conséquence de ce droit reconnu aux commissionnaires de contracter personnellement avec leurs commettants et de l'opposition d'intérêts entre les uns et les autres,

(1) Riesser, *Bankdepotgesetz*, p. 3.

(2) Voir surtout Eschenbach, *Das Kommissionsgeschäft mit Selbsttrittsrecht des Kommissionnærs*, *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XLI, p. 10 et s.

(3) Plack, *Process Polke*. — Polke vendit en un moment plus d'actions de fonte à façon qu'il n'en possédait personnellement.

qui en résulte nécessairement, bien que nous reconnaissons qu'avec le pur droit de commission il soit fort aisé à l'homme malhonnête de masquer une opération presque identique.

Les commissionnaires s'empressaient, souvent, de conseiller à leurs clients l'achat de telles valeurs qu'ils avaient entre leurs mains et qu'ils n'avaient nul souci de conserver, la vente de telles autres qu'ils désiraient acheter.

Comme conclusion à ce tableau des malhonnêtetés, plus ou moins courantes dans le monde des banques véreuses avant la nouvelle réglementation du marché allemand, racontons un fait caractéristique : il nous montrera toute l'étendue du mal. Un propriétaire d'actions industrielles écrivit à une banque de St... et lui demanda à quel prix il pourrait négocier les valeurs qu'il possédait. La banque de St... transmitt la demande à une banque de L..., qui répondit : « nous avons vendu aujourd'hui cinq actions au cours de 95 0/0 ; mais il sera difficile de trouver acheteur. » Le propriétaire des actions, en recevant communication de cet avis, écrivit au banquier de St... : « Vendez, mais pas au-dessous de 92 1/2 0/0. » La maison de St... transmitt l'ordre au banquier de L... en ces termes : « Vendez, mais pas au-dessous de 94 0/0. » Lorsque les titres furent tombés à une valeur dérisoire, le capitaliste apprit que la banque de St... avait changé ses ordres ; il porta plainte : le procureur répondit que le commissionnaire avait agi *tout à fait correctement* ! Et cependant le commettant avait peut-être manqué une occasion favorable parce que son commissionnaire avait voulu *couper dans le cours* (1).

(1) Pfizer, Bedenklicher Fall, *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XLII, p. 96.

CHAPITRE V

LE DROIT DE LA « COMMISSION DE BOURSE » SUR LES PLACES ALLEMANDES.
LES PROPOSITIONS DE RÉFORME ET LES LOI DES BOURSES ET DE DÉPÔT.

- I. — Propositions de réforme et dispositions de la loi des bourses destinées à mettre un terme à certaines incertitudes dans le droit de la commission et à faire cesser la *coupe dans le cours* et la *spéculation sur le dos du client* ; conséquences de la loi.
- II. — Propositions de réforme et dispositions de la loi de dépôt, destinées à assurer l'individualisation des titres déposés chez un commerçant et surtout des titres déposés chez un commissionnaire par ses commettants ; conséquences de la loi de dépôt.
- III. — Proposition de réforme et disposition de loi visant les conseils intéressés de commissionnaires.
- IV. — Conclusion.

I

Le *Vorwärts* disait que les anciens abus reparaitraient toujours « tant que l'on ne ferait point un grand trait entre la bourse et la banque (1) » ; ce *grand trait* était malheureusement impossible ; tout le monde dut le reconnaître (2).

Voyons tout d'abord quels remèdes furent proposés et quels remèdes furent employés par la loi des bourses pour mettre terme à toute incertitude dans le domaine de la *commission de bourse* et à cette série d'abus dont l'exemple le plus connu est la *coupe dans le cours*.

Devrait-on interdire aux commissionnaires de se présenter personnellement comme contreparties de leurs clients ? Non,

(1) Numéro du 6 janvier 1894.

(2) Cf. Cohn, *Beiträge*, p. 104.

une telle mesure aurait été au moins inutile, peut-être néfaste ; les anciens commissionnaires seraient tous devenus des marchands, trafiquant pour leur propre compte, ainsi que les commissionnaires en marchandises de Berlin et d'autres places, achetant et vendant dans des conditions forcément arbitraires (achetant au cours le plus bas, vendant au plus haut) (1). Ce droit devrait-il être reconnu expressément par les clients (2) ? Toutes les *conditions* des commissionnaires contiendraient une clause en ce sens, aussitôt acceptée par les commettants.

La commission d'enquête vit très bien de quel seul côté elle pouvait diriger le législateur, lorsqu'elle déclara « se contenter de fixer de la façon la plus précise les relations entre commettants et commissionnaires, en ce qui concerne surtout la fixation du prix (3) ». C'est en ce sens qu'elle se donna toutes les peines *imaginables* (Frentzel).

Nous avons vu qu'il était regrettable que le commissionnaire eut indéfiniment le droit de se déclarer personnellement contrepartie de ses clients. Les motifs du projet de Code de commerce pour les Etats prussiens déclaraient qu'il serait, peut-être, sage de considérer les commissionnaires comme contreparties réelles « pour le cas où, dans l'annonce de l'exécution de l'ordre, ils ne désigneraient pas d'autres

(1) Cf. not. Freund, Das Selbsteintrittrecht des Kommissionnærs, *Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, 28 janvier 1893. — A noter cependant la proposition du conseiller Munk (*Missbræuche*, p. 32) dont les motifs sont eux-mêmes intéressants : le droit de *Selbsteintritt* ne se comprend que « pour mettre le commissionnaire en position de mieux servir ses clients » ; or, « on ne peut dire d'un banquier qu'il fait des provisions de valeurs pour pouvoir répondre à une demande future de ses clients. Entre les valeurs et les autres marchandises existe cette différence fondamentale qu'il y a pour celles-ci beaucoup de sources de relations, parmi lesquelles le commerçant peut faire un choix sage ; pour les valeurs, il n'en est rien » ; aussi proposait-il la suppression du droit de *Selbsteintritt* dans le trafic en valeurs et son maintien, avec une réglementation assez stricte, dans le trafic en marchandises.

(2) *Bericht über die Verhandlungen des deutschen Landwirthschafts-raths*, 1894, p. 316.

(3) *Berichte und Beschlüsse*, p. 224.

personnes comme vendeurs ou acheteurs (1) ». L'expérience ayant prouvé qu'une mesure en ce sens était désirable, il fut proposé, dans un projet de révision du Code de commerce (2), de modifier l'alinéa 3 de l'article 376 et d'établir une présomption en faveur de l'exécution des ordres, non comme commissionnaire, mais comme contrepartie, lorsque la loi autorisait l'intervention personnelle.

La commission d'enquête se rattacha à cette idée : elle comprit très bien tout ce qu'une telle présomption pouvait avoir de bizarre, mais il fallait tenir compte des faits ; il était peu utile de poser une présomption que toutes les *conditions* allaient repousser dès le lendemain même, alors surtout que ni commissionnaires, ni commettants ne se trouveraient, par suite de cette anomalie, en état quelconque d'infériorité (3).

Le projet de loi accepta un principe opposé, une présomption en faveur de l'exécution comme vrai mandataire : « une disposition, qui admettrait, au cas de doute, l'intervention personnelle, la favoriserait, contredisant ainsi la nature même des relations issues du contrat, et, d'autre part, n'assurerait pas à un commettant ignorant la loi, qu'il ne lui arriverait point d'avoir connaissance tardive de la qualité de son commissionnaire comme sa contrepartie (4) ». N'est-ce point là aussi l'intérêt du commissionnaire, qui pourra présenter les bordereaux échangés avec un tiers au lieu de fournir la difficile preuve qu'à tel instant telle valeur ou telle marchandise avait en tel moment tel cours en bourse ? Ce sont là les motifs de la disposition de l'article 74, alinéa 1 : « Si, dans l'avis d'exécution de l'ordre, le commissionnaire ne déclare pas expressément qu'il intervient lui-même comme contrepartie, il sera présumé avoir déclaré que l'exécu-

(1) *Motive zum preussischen Entwurf*, p. 162.

(2) Riesser, *Zur Revision des Handelsgesetzbuches, Beilageheft zur Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, t. XXXIII, p. 77.

(3) *Berichte und Beschlüsse*, p. 244.

(4) *Drucksachen des Reichstages*, n° 14, p. 56.

tion a eu lieu pour le compte du commettant par négociation avec un tiers. »

Le même article ajoute, en son alinéa 2, pour que les *conditions* des commissionnaires ne puissent pas faire renaître, dès le lendemain, les situations indécises, auxquelles la loi veut mettre terme : « Est nulle toute convention d'après laquelle la déclaration, relative à l'exécution de l'ordre par intervention personnelle ou par négociation avec un tiers, pourrait être remise postérieurement à la date de l'avis d'exécution. »

Les commissionnaires ayant invoqué parfois « l'insolvabilité de la vraie contrepartie après un temps assez long », la nouvelle loi crut devoir éclaircir la disposition de l'article 376, alinéa 3, du Code de commerce et établir en principe que « le commissionnaire était responsable de l'existence et de l'exécution de l'opération annoncée comme conclue (1) » ; article 74, alinéa 3 : « même dans le cas où l'ordre est considéré comme exécuté par négociation avec un tiers, le commissionnaire est personnellement responsable si, en même temps que l'avis d'exécution, il ne donne pas le nom du tiers qui doit exécuter le marché. »

Ces dispositions ont eu pour conséquence d'établir en règle fixe sans la moindre notable exception, ce qui existait déjà en réalité, sinon toujours d'une façon nette et franche : les commissionnaires en valeurs interviennent, disent-ils, comme contreparties personnelles de leurs commettants ; selon les nouvelles *conditions* des banques, l'article 74 ne saurait jamais trouver son application (2).

(1) *Drucksachen des Reichstages*, n° 14, p. 56.

(2) Bank für Handel und Gewerbe, *Bedingungen für der Kontokorrentverkehr*, décembre 1895 : « Lorsqu'on nous charge d'acheter ou de vendre en commission n'importe quel change ou valeur, objet d'un trafic en bourse (ordres que nous pouvons exécuter par compensation avec d'autres ordres ou par la livraison ou l'achat desdits effets au cours du jour), vis-à-vis du donneur d'ordres, en chaque circonstance, nous livrerons nous-mêmes comme vendeurs les valeurs que nous serons chargés d'acheter, nous prendrons livraison nous-mêmes comme acheteurs des va-

La commission d'enquête proposa de restreindre la faculté pour le commissionnaire de se présenter lui-même comme contrepartie au cas où marchandises ou valeurs seraient cotées officiellement sur un marché ou à une bourse : elle insistait sur les garanties qu'assurerait une telle réforme et sur la possibilité de mettre un terme aux abus par la fixation de cours exacts et précis (1).

Le projet de loi approuva cette idée parce qu'« une influence factice sur les cours au désavantage du commettant devient plus difficile avec une fixation officielle » et que « la vérification du prix compté par le commissionnaire devient ainsi plus aisée ». Mais il crut devoir distinguer le trafic en marchandises du trafic en valeurs, « une fixation officielle des prix dans toutes les catégories de marchandises, objets d'un contrat de commission, ne peut avoir lieu (2) ».

L'article 71 qui commence dans la loi des bourses la série des dispositions remplaçant l'article 376 du Code de commerce (art. 70) ne contient, en son alinéa premier, qu'une telle modification à la législation antérieure.

« Lorsqu'il s'agit d'achat ou de vente en commission de marchandises ayant un cours et de titres ayant un cours officiel en bourse ou sur un marché, le commissionnaire peut, à moins que le commettant n'en ait décidé autrement, exé-

leurs que nous serons chargés de vendre. Nous acceptons les ordres sous la seule condition que les donneurs d'ordres nous reconnaîtront comme vendeurs ou acheteurs personnels. Nos donneurs d'ordres écartent ainsi expressément la déclaration expresse prévue par l'article 74 de la loi des bourses. » — Cf. les conditions d'une des principales banques de Francfort: « Pour tous les ordres, qui nous sont transmis, soit d'acheter, soit de vendre, au comptant ou à terme, du change, des valeurs ou d'autres titres, nous nous réservons expressément de pouvoir les exécuter par achat ou par vente aussi bien que par compensation avec les ordres qui nous viendront d'autre part ou bien par livraison ou achat pour notre propre compte. A moins de déclaration expresse du contraire, nous sommes nous-mêmes les contreparties. Nos donneurs d'ordres écartent ainsi une fois pour toutes, lors de l'exécution de toute opération, la déclaration expresse prévue dans l'article 74 de la loi des bourses. »

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 234.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, n° 14, p. 54 et 55.

cuter les ordres reçus, en s'obligeant à livrer lui-même comme vendeur les marchandises qu'il doit acheter, ou à recevoir lui-même livraison comme acheteur de celles qu'il doit vendre. »

L'alinéa suivant pose, en des termes identiques, les principes autrefois en vigueur ; il termine en donnant une base légale à un usage courant : « En pareil cas, le commissionnaire peut se borner à rendre compte de ses achats ou de ses ventes, en prouvant simplement qu'il a compté le prix exact en bourse ou sur le marché au temps où l'ordre a été exécuté. L'ordre est considéré comme exécuté au moment de l'expédition de l'avis d'exécution au commettant. »

L'exigence d'une cote officielle pour que les commissionnaires en valeurs puissent se présenter eux-mêmes comme contreparties n'a qu'une très minime importance ; la plupart des anciens abus ont eu lieu sur le marché officiel ; elle ne fait que rendre un peu plus difficile la vente de titres objets d'un trafic sur le seul marché libre (1). Les deux autres dispositions ne sont point nouvelles soit en droit, soit en fait.

Il fallait trouver maintenant quelque moyen d'empêcher le commissionnaire de *spéculer sur le dos de son client* et de *couper dans le cours*.

Le conseiller Frentzel proposa, pour permettre de fixer avec exactitude le moment de l'envoi de l'avis d'exécution, la création d'un bureau où l'on remettrait lettres et télégrammes et où on les timbrerait de suite. L'idée, peu pratique, ne fut pas l'objet de débats. Le consul général de Mendelssohn-Bartholdy voulait que l'on obligeât chaque commissionnaire à tenir un livre où il inscrirait le moment de l'arrivée de l'ordre, celui de l'exécution, le cours coté en cet instant et s'il était ou non contrepartie effective (2) : ce n'était

(1) Si un particulier, en donnant l'ordre d'exécuter tel marché soit durant la bourse, soit après la bourse, reconnaît au banquier le droit de *Selbsteintreten*, point de difficultés (Cf. Lœb, *Die Wirkungen, Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. XIII, p. 728).

(2) Material, *Protokoll der Unterkommission für das Kommissionsgeschäft*, p. 2.

point là un remède ; les commissionnaires écriraient des mentions inexactes !

Le paragraphe 3 de l'article 71 contient une confirmation légale de la jurisprudence du tribunal de première instance de Berlin qui avait protégé le commettant contre des cours antérieurs à la fermeture de la bourse : « dans le cas où l'ordre devait être exécuté pendant la durée de la bourse ou du marché, si l'avis d'exécution n'a été expédié qu'après la fermeture, le prix compté ne pourra être plus défavorable pour le commettant que le prix du moment de la fermeture de la bourse ou du marché. »

Le paragraphe 4 du même article donne une base légale à un usage courant : « pour les ordres donnés à des cours déterminés (premier cours, cours moyen, dernier cours) le commissionnaire est autorisé et obligé à porter ce cours au compte du commettant, sans prendre en considération le moment de l'expédition de l'ordre. »

Le paragraphe 5 « répond à la notion d'équité et à un principe qui a sa base elle-même dans la proposition » (1) : « Pour les valeurs et marchandises dont le prix de bourse ou de marché est fixé officiellement, le commissionnaire ne peut pas, au cas où il exécuterait l'ordre par intervention personnelle, porter au compte du commettant un prix moins favorable que le prix fixé officiellement. »

Le dernier paragraphe reflète la crainte de voir reparaître les anciens abus : « Les dispositions des alinéas 2 à 5 ne peuvent être modifiés par aucune convention. »

Est-il bien exact, comme vient de le dire M. Lœb, que « les dispositions de la loi des bourses rendent la coupe dans le cours impossible (2) » ? Nous ne pouvons le croire. Qu'elle ait diminué depuis que la loi des bourses est entrée en vigueur : nous en sommes persuadé ; si c'est là une consé-

(1) *Drucksachen des Reichstages*, n° 246, p. 50.

(2) *Die Wirkungen des Börsengesetzes, Jahrbücher für Nationalökonomie*, III^e série, t. XIII, p. 729. Beaucoup de grands banquiers sont persuadés que la coupe dans le cours a disparu.

quence de l'article 71 de la loi des bourses, c'est là surtout celle de la disposition pénale que nous rencontrerons. La loi ne laisse-t-elle point au *schnitt* un champ assez large pour que les esprits merveilleusement doués, mais incapables de comprendre toute autre morale que celle qui fait longer le Code pénal sans tomber jamais sous ses coups, continuent leurs anciennes manœuvres ?

Un vrai contrôle est absolument impossible lorsque la cote indique des fluctuations de cours et que des écarts assez sensibles se produisent en quelques minutes. Supposons un commissionnaire qui attende avant de répondre cinq ou dix minutes et qui, au cas de hausse durant ce temps, compte le dernier cours, au cas de baisse, compte le cours antérieur ; il aura agi d'une façon malhonnête et personne ne pourra prouver sa malhonnêteté. Un progrès cependant est sensible au dire de tous ; mais que de gênes ! Que de présumptions fausses !

On nous a assuré, sur différents marchés (1), que plusieurs maisons ne tiennent guère compte des dispositions légales, parce qu'il leur est très difficile de les respecter : elles n'envoient les avis d'exécution qu'après la bourse, bien qu'elles comptent le cours du moment qui a suivi immédiatement le moment de l'arrivée de l'ordre ; cependant, les banques, qui sont montées par actions, sont, en général, très soucieuses de respecter les dispositions légales.

Nous avons vu que les *commissionnaires* se croyaient le droit de se présenter comme contreparties personnelles alors que le cours du jour n'était point une expression de la situation du marché, favorable à leurs clients, ou bien alors qu'ils avaient déjà, en réalité, exécuté les ordres sur le marché : le législateur crut nécessaire de soutenir expressément la doctrine contraire. « L'obligation écrite en l'arti-

(1) Notamment à Francfort ; cette idée se trouve exprimée d'ailleurs dans les quelques pages, écrites par M. le syndic Hatschek sur *les effets de la loi des bourses* dans le dernier *Jahresbericht der Handelskammer zu Frankfurt-a-M.*

cle 361 du Code de commerce allemand ne souffre aucune modification au cas d'intervention personnelle », disait l'exposé des motifs.

Article 72, alinéas 1 et 2 : « Même au cas d'exécution d'un ordre par intervention personnelle (art. 71), si le commissionnaire aurait pu, en y mettant tous ses soins loyaux, exécuter l'ordre à un cours plus favorable que celui qui résulte de l'application de l'article 71, il doit porter ce cours plus favorable au compte du commettant.

Si le commissionnaire, avant l'envoi de l'avis d'exécution d'un ordre reçu, conclut à la bourse ou sur le marché une affaire avec un tiers, il ne pourra pas compter au commettant un cours plus défavorable que le cours ainsi indiqué.

Aucune convention ne pourra modifier les dispositions précédentes. »

Nous craignons que toutes les dispositions de l'article 72 n'aient produit pratiquement aucun effet. Le client peut-il faire la preuve que le commissionnaire aurait dû agir d'une façon plus conforme aux intérêts de son mandant et qu'il avait déjà conclu quelque marché avant de se présenter comme contrepartie ? Quant à la valeur d'un tel exposé de principes, elle ne saurait point être très grande : elle n'a pas ébranlé la conviction de nombreux commerçants qui restent persuadés que « *la prétendue coupe dans le cours* » est un acte des plus honnêtes.

L'article 72 s'applique-t-il lorsque le banquier est un homme habile qui fait venir les titres de quelque place étrangère où il sait se les procurer à meilleur compte ? Non certes, lorsque le client choisit, expressément ou tacitement, tel lieu d'exécution (1). La question nous semble devoir être résolue affirmativement, en vertu des principes de bonne foi qui dominent toute cette matière, lorsque tel client de la province charge son mandataire de lui procurer tels titres, sans

(1) F. Bondi, Zur Auslegung vom § 72, abs. 2 des Börsengesetzes, *Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen*, 11 sept. 1897.

faire mention du moindre marché, ou sans y faire la moindre allusion.

L'article 73 de la loi des bourses est une répétition de l'ancien article 376, al. 2, ph. 2 du Code de commerce allemand :

« Le commissionnaire qui livre lui-même les marchandises comme vendeur ou qui en prend livraison comme acheteur a droit à la provision, ordinaire et peut porter en compte les autres frais d'usage en matière de commission. »

La commission d'enquête proposa de généraliser les dispositions de l'article 266 du Code pénal allemand et d'en faire l'application toutes les fois que les commissionnaires agiraient, intentionnellement, et dans un but de lucre, d'une façon contraire aux intérêts de leurs donneurs d'ordre (1). Cette idée a trouvé son expression dans l'article 75, alinéa 2, de la loi des bourses :

« Sera puni d'un emprisonnement et pourra en outre être condamné à une amende qui ne dépassera pas 3,000 marks, ainsi qu'à la perte de ses droits civils, tout commissionnaire qui, pour se procurer ou pour procurer à un tiers un avantage pécuniaire :

2° Aura agi sciemment au préjudice du commettant en exécutant un ordre ou en concluant une affaire.

S'il y a des circonstances atténuantes, il pourra être condamné à l'amende seulement (2). »

C'est là une des meilleures dispositions de la loi des bourses : s'il n'en est toujours pas moins fort difficile de prouver les faits sur lesquels on veut appuyer toute demande de poursuite, la crainte de s'exposer non pas seulement à une action civile, mais à une action pénale, qui peut devenir infamante, est le meilleur de tous les freins à quelque activité malhonnête. Si nous en croyons d'excellents témoignages, cette disposition a produit plus d'effets que toutes les autres dispositions de la loi des bourses relatives à la commission :

(1) *Berichte und Beschlüsse*, p. 22.

(2) V. sur cet article, Fuld, *Die strafrechtlichen Bestimmungen des Börsengesetzes*, *Der Gerichtssaal*, t. LIV, p. 199.

c'est elle qui a surtout fait diminuer la *coupe dans le cours*.

Pouvait-on écarter les nouvelles dispositions de la loi des bourses, relatives au droit de la *commission*, en établissant un vrai trafic d'*achat* et de *vente*? La plupart des banquiers ne le crurent point; quelques-uns cependant, notamment à Leipsick, ont développé, durant la dernière année, leur ancien *trafic en boutique de changeurs*; ils achètent ou vendent les titres à prix débattus en prenant pour base la dernière cote de la bourse et en tenant compte d'un bénéfice variable selon l'importance de l'opération et la fluctuation possible des cours; les *banques hypothécaires*, dont nous connaissons la situation particulière, se trouvent généralement hors des atteintes de la loi parce qu'elles ont surtout un trafic d'achat et de vente et non de commission; mais ce ne furent là que des exceptions; ni à Berlin, ni à Hambourg, ni à Francfort, le contrat de vente ne prit dans les relations avec les clients une plus grande importance à partir du 1^{er} janvier 1897; le motif doit en être recherché dans la difficulté, où l'on se trouverait, à fixer exactement par avance à quel prix l'opération serait exécutée.

En dehors de certaines hypothèses pratiques (1), où les intérêts des clients se trouveraient faiblement défendus, on peut supposer le cas, il est vrai plutôt théorique, où un ordre viendrait d'une personne avec laquelle on n'est point encore en relations d'affaires et qui ne connaît point les *conditions* de la maison: il faudrait alors refuser l'ordre si l'on ne veut point se voir considérer comme commissionnaire; quant à l'établissement, en principe, d'un trafic sur la base de *propositions*, telles que les anciennes propositions des commissionnaires berlinois en marchandises pour *marchés à terme de bourse*, la multiplicité des valeurs et maintes autres difficultés y mettraient, dit-on, obstacle (2): c'est ainsi que les banquiers allemands ont dû se soumettre, en principe, aux dispositions des lois des bourses et de dépôt, rela-

(1) Riesser, *Bankdepotgesetz*, p. 27.

(2) *Eod. loc.*, p. 28.

tives à la *commission*, faute de pouvoir établir un pur trafic d'achat et de vente.

II

Le professeur Lévin Goldschmidt terminait son article des *Preussische Jahrbücher* sur les bourses et les banques en montrant que les particuliers ne se trouvaient point complètement sans défense, qu'ils pouvaient repousser les *conditions* proposées par les banquiers ou y exiger des modifications ; « il est à souhaiter seulement, disait-il, que l'accord ait pour base, non pas de prétendus usages variables et peu sûrs ou des déclarations vagues, mais une entente claire des parties » ; il fallait éviter « une révision policière de la question des dépôts, car tout contrôle effectif ferait défaut et l'on n'avait point de motifs suffisants pour transformer les banques en établissements où l'on *perquisitionne* ».

Le président Wiener s'attachait plus spécialement aux abus qui avaient leur source dans un contrat d'achat par l'entremise de commissionnaires : il demandait qu'on obligeât ceux-ci à individualiser les titres qui restaient entre leurs mains, sous peine de perdre toute action issue de l'exécution des ordres (1). Le conseiller Lesse se rattachait assez étroitement à cette façon de voir (2).

M. Strohal insistait sur la nécessité de mettre terme à de prétendus *dépôts*, à des dépôts fictifs (3). C'était là, apercevoir, d'une façon très spécialement nette, dans quelle direction on devait chercher un remède à tous les abus ; de même que toutes les mauvaises pratiques, qui s'étaient fait jour dans le droit de la commission, étaient le résultat d'une opposition d'intérêts entre commissionnaires et clients, accentuée par

(1) *National Zeitung*, 11 décembre 1891.

(2) *Verhandlungen des XXII deutschen Juristentages*, t. I, p. 394.

(3) Empfiehlt sich eine besondere gesetzgeberische Regelung der sogen. Bankdepotgeschäfte und eine Sonderung ihrer verschiedenen Arten ? *Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, 7 octobre 1893.

la disposition légale de l'article 376 du Code de commerce, de même, toutes les mauvaises pratiques qui avaient apparu à propos des *dépôts* en banque, étaient le résultat de l'absence trop fréquente de transfert de propriété ; les banquiers peu délicats pouvaient se servir des titres et de l'argent de leurs clients pour se faire donner du crédit et pour spéculer. Nous avons dit pourquoi les banquiers allemands les plus honorables refusaient de transférer la propriété des titres, achetés en vertu d'un contrat de commission, avant paiement total de la somme due, pourquoi ils refusaient généralement de considérer les titres qu'ils avaient entre leurs mains, mais dont leurs clients avaient la propriété comme des bases de crédit, en un mot, pourquoi un droit de gage leur paraissait insuffisant pour les garantir contre l'insolvabilité des commettants : la clause, introduite dans les conditions pour mettre les banques à l'abri de tous les dangers, était devenue pour les maisons malhonnêtes un moyen de résister à la concurrence des grandes maisons en utilisant pour leur usage propre les biens de leurs clients ! Plutôt que de s'exposer à des risques minimes, les banquiers préférèrent ouvrir le champ le plus libre à tous les abus : minime cause, grands effets !

M. Riesser désirait que l'on imposât au banquier de transférer la propriété des titres dans un certain délai ; une entente contraire ne serait valable que si elle avait lieu expressément et par écrit (1).

Toute personne qui se départissait d'un optimisme aveugle, sentait qu'une réforme était nécessaire ; que des dispositions pénales, dont l'effet est toujours tardif, ne suffisaient pas ; qu'il fallait tout au moins poser des principes très fixes et solides que l'on devrait appliquer rigoureusement à moins d'entente expresse entre banquiers et clients : tel était bien l'avis de la corporation des marchands de Berlin, que son

(1) Die Anträge betr. die Reform des Börsen- und Bankverkehrs. *Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, 1892, p. 7.

syndic exposait officieusement, au lendemain même des premiers scandales (1).

La faiblesse des individus et leur ignorance avaient permis le développement de tous les abus ; les particuliers auraient pu, durant les premiers temps, résister avec succès contre le courant qui les avait entraînés, accepter le concours des seuls banquiers qui fixaient d'une façon très précise et non léonine les droits et les devoirs de chacun : mais il était ici, comme sur beaucoup d'autres points, trop tard pour opposer une résistance utile : la lutte était trop inégale ; et, comme elle avait lieu entre des personnes, qui ne pouvaient invoquer un droit à abuser des autres, et la grande majorité de la société, l'Etat pouvait intervenir sans porter atteinte à des situations légitimes.

Toutes les propositions, que nous avons résumées et qui étaient dues aux théoriciens et aux praticiens les plus éminents de l'Allemagne, étaient très libérales ; tout laissait présager que le législateur aurait la main moins légère, sensiblement plus lourde ; une telle attente fut presque dépassée : tout simple particulier fut, plus que jamais, considéré, en principe, comme un incapable ; il lui fallut pour dégager les banquiers d'une partie de la réglementation fort sévère et fort coûteuse que leur imposait la loi, non pas une simple autorisation générale, même expresse et écrite ; mais une autorisation, spéciale pour chaque cas déterminé ; on tenait à lui faire saisir, en chaque circonstance, à quels risques il allait s'exposer.

Il est « reconnu, disait la commission parlementaire, que les commerçants ordinaires respectent, en général, dès maintenant, avant qu'elles ne soient devenues légales, les dispositions prévues dans le projet (2) ». La base de la réforme n'était point complètement nouvelle ; c'était l'état de chose tel qu'il existait déjà dans un certain nombre de maisons

(1) Zur Frage des Depots im Fonds-und Effektenverkehr, *Jahresbericht der Kaufmannschaft von Berlin*, 1891, p. 88.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, 1893-96, n° 342, p. 1.

très honorables et soucieuses d'établir une vraie clarté dans leurs relations avec leurs clients (1) ; les dispositions, destinées à imposer de semblables mesures à la totalité des banques ou à leur presque totalité, étaient seules malheureuses : un système aussi strict ne pouvait tenir assez compte des nécessités très différentes de la vie de chaque jour et les banquiers préféreraient exposer leurs clients aux plus grands dangers à se voir eux-mêmes exposés aux moindres !

Voyons, assez vite, les dispositions de la loi de dépôt, qui visent spécialement les cas de vrais dépôts et de mises en gage, pour insister plus longuement sur les dispositions qui complètent la loi des bourses dans le domaine de la commission en valeurs.

Tout (2) « commerçant auquel des actions (3) ... sont remises en dépôt ou en gage dans l'exercice de sa profession » est obligé d'indiquer clairement sur les titres quel en est le propriétaire et de tenir un registre, où les valeurs sont inscrites « d'après leur nature, leur valeur nominale, leurs numéros et autres signes distinctifs » (art. 1^{er}). Les clients peuvent délier leur banquier des devoirs, qui leur incombent à la suite de cette individualisation forcée, mais il faut, alors, une déclaration « expresse, écrite et donnée pour chaque opération » (art. 2, al. 1).

La *Bank des Berliner Kassenvereins*, dont nous avons vu

(1) *Allgemeine deutsche Creditanstalt zu Leipzig, zur 21 ordentlichen Generalsammlung der Aktionnære am 16 März 1897*, p. 4.

(2) Pour l'interprétation de la loi de dépôt, les motifs du projet de loi (*Drucksachen des Reichstages*, n° 14, p. 63 et s.), les débats devant la commission parlementaire (*eod. loc.*, n° 342), le compte rendu sténographié de la séance du Reichstag du 17 juin 1896 ; Ad. Endemann, *Das Depotgesetz* (*Deutsche Juristen Zeitung*, 15 octobre 1896) ; Lusensky, *Depotgesetz*, V. Pechmann, *Das sogenannte Depotgesetz*, Erlangen, 1897 et, surtout, l'excellent commentaire pratique de Riesser, *Das Bankdepotgesetz*, Berlin, 1897. — Une traduction (médiocre) du projet de loi sur les dépôts se trouve dans le bulletin de statistique et de législation comparées, février 1896 ; une traduction de la loi elle-même, *eod. loc.*, 1896.

(3) La loi ne vise point les billets de banque, qui tiennent lieu d'argent, ni les lettres de change, ni les connaissements, ni tout dépôt *fermé* ou plutôt *non ouvert*.

le rôle (1), ayant fait remarquer qu'il lui était impossible de tenir registre de tous les titres qui passaient chaque jour entre ses mains (54.000 !), la commission parlementaire (2) proposa un amendement, qui fut voté par le Reichstag et qui portait qu'une déclaration quelconque et générale produisait le même effet dans les relations des banquiers entre eux. Ceux-ci doivent savoir professionnellement à quels dangers ils s'exposent. La disposition finale de l'article 2 ajoutait : « les dispositions de l'article premier ne trouvent pas d'application lorsque le dépositaire ou le créancier gagiste est autorisé à rendre à la place des valeurs données en dépôt ou en gage des valeurs équivalentes ».

Cette disposition finale était au moins malheureuse ; en établissant une démarcation franche et nette entre dépôts réguliers et dépôts irréguliers, elle faisait cesser sans doute bien des incertitudes ; mais n'était-ce point là écarter trop vite tout le système laborieusement construit et interpréter trop rapidement l'intention probable des parties ! La loi de dépôt avait pour principal but d'empêcher le banquier de spéculer avec l'argent et les titres de ses clients et une simple déclaration très générale : « je me sou mets à l'article 2 de la loi de dépôt » suffisait pour établir un dépôt nettement irrégulier !

Ce n'est point, cependant, dans le domaine des *purs dépôts* que les conséquences de l'article 2 sont malheureuses : en une telle circonstance, un banquier n'ose point demander la déclaration prévue ; aussi, dans une certaine limite, y a-t-il là progrès puisque l'omnipotence du banquier résultait alors d'une clause générale et vague et, en conséquence, facile à faire accepter. C'est dans le domaine plus large de la commission de bourse que nous allons apercevoir les résultats néfastes de la loi.

Article 3, alinéa 1 de la loi de dépôt : « Le commissionnaire (art. 360, 378, C. de com.), qui reçoit l'ordre d'acheter des

(1) Liquidation des marchés à terme en valeurs.

(2) *Drucksachen des Reichstages*, IX Legislatur-Periode, IV^e session, n° 342, p. 3.

valeurs de l'espèce indiquée en l'article 1^{er}, doit, dans un délai de trois jours, transmettre au commettant un bordereau des titres achetés avec indication de leur nature, de leur valeur nominale, des numéros et autres signes distinctifs. Si le commissionnaire, en notifiant l'exécution de l'ordre donné, nomme un tiers comme vendeur, le délai commence à courir à partir du moment de l'acquisition des titres ; sinon les trois jours commencent à courir à partir de l'expiration du délai durant lequel, après l'annonce de l'exécution, le commissionnaire pouvait se procurer les titres en suivant la marche ordinaire des affaires sans retard coupable. » Ces dispositions sont complétées par l'article 7, alinéa 1 : « La transmission du bordereau transfère au commettant le droit de propriété sur les valeurs qui y sont mentionnées autant que le commissionnaire est autorisé à disposer des valeurs. Les dispositions du droit civil, d'après lesquelles le droit de propriété est déjà transféré antérieurement, restent en vigueur. »

Tout commettant, qui ne sera pas banquier, devra, pour écarter dans ses rapports avec son commissionnaire l'application des dispositions légales, donner lors de chaque ordre une autorisation expresse et écrite (§ 3, al. 2). La sanction est inscrite dans l'article 4 : après une sommation, le commettant « a le droit de refuser l'opération conclue pour son compte et de demander des dommages-intérêts pour cause de non-exécution ».

S'agit-il de l'ordre d'échanger les valeurs ? Le délai est de deux semaines (§ 5) et la sanction est la perte de tout droit à une provision (§ 6).

Le résultat le plus certain de ces dispositions est le même que celui que nous avons déjà indiqué à propos des titres mis en dépôt ou en gage : établir un sectionnement assez net entre les valeurs qui appartiennent aux clients et celles qui appartiennent aux banquiers.

Mais si l'article 7, alinéa 1^{er}, supprime d'une façon assez heureuse, diverses formalités nécessaires dans certains Etats

pour le transfert de propriété en circonstances générales (1), tout le système nouveau n'atteint point le but poursuivi ; il ne protège point ceux qui spéculent au comptant ou à crédit, c'est tout au contraire une réforme *in pejus*, selon l'expression d'un éminent jurisconsulte. Mais, avant d'insister sur ce point, il nous faut connaître une autre disposition importante de la même loi, intimement liée à celle-ci.

Tout commerçant qui remettra à un tiers, lui-même commerçant, des titres appartenant à une autre personne, devra le prévenir que *les valeurs sont à autrui*. « Au cas où il transmettra à un tiers l'ordre d'acheter des titres, il devra le prévenir que l'achat a lieu pour le compte d'autrui » (art. 8, al. 1). La conséquence de ces déclarations est d'exclure de la part de ce tiers tout droit de gage ou de rétention sur ces valeurs (art. 8, al. 2). La sanction en est écrite en l'article 9, alinéa 2 (un an de prison et 3.000 marks d'amende ou l'une de ces peines). Ces dispositions ont pour but de régler d'une façon assez claire la situation des clients d'un banquier d'une place peu importante vis-à-vis des banquiers d'une place centrale auxquels on transmet les ordres.

Qu'allaient faire les banquiers, se demandait-on à la veille de l'entrée en vigueur de la nouvelle loi ? Laisser sacrifier ce qu'ils considéraient comme des droits légitimes et s'ex-

(1) Le projet de Code de commerce révisé (*Entwurf eines Handelsgesetzbuches mit Ausschluss des Seehandelsrechts nebst Denkschrift*, Berlin, 1896, p. 237) ne contient pas plus que le Code actuellement en vigueur de dispositions relatives au passage de la propriété au commettant : il renvoie aux principes du Code civil et en ce qui concerne le trafic en valeurs aux dispositions de la loi de dépôt. Ne fallait-il pas poser en principe général que « la propriété des objets achetés par le commissionnaire pour le commettant passe au commettant au moment de l'acquisition du commissionnaire » ? « Une telle disposition qui n'aurait plus d'importance que pour le trafic en marchandises doit être écartée : les marchandises, une fois achetées pour le compte du commettant, ne restent pas longtemps entre les mains du commissionnaire, la loi n'aurait donc qu'une *application restreinte* ; et dans les cas les plus fréquents, lorsque le commissionnaire serait lui-même la contrepartie effective, la disposition serait inutile, car il manquerait une marchandise déterminée qui serait mise par des signes extérieurement reconnaissables en une relation quelconque avec le commettant. »

poser à des dangers, — ou bien exiger de leurs clients la déclaration prévue par l'article 2 ? Il nous paraît extraordinaire que l'on ait considéré la première solution comme simplement possible (1) : les banquiers pourraient imposer les *conditions* qu'ils jugeraient utiles ou nécessaires ; une entente entre eux sur une question d'intérêt aussi certainement général serait assez aisée ; et les spéculateurs, les capitalistes et les banquiers de places moins importantes devraient s'y soumettre. Dès lors, la loi de dépôt aurait-elle, nécessairement, « l'effet inverse de l'effet voulu, attendu que même les banquiers qui sont habitués à donner maintenant la désignation des numéros se feraient souvent donner pleins pouvoirs par leurs clients privés, ne serait-ce que pour ne point se trouver exposés, au cas de négligence, selon les circonstances, aux dures dispositions de nature pénale ou seulement aux ennuis d'une dénonciation » (2) ?

Non, c'était là devenir trop pessimiste après avoir été trop optimiste ; il y avait tout un champ assez large, où l'intérêt de tous les banquiers n'était point en jeu et où la loi pouvait produire quelques résultats heureux : dans leur assemblée du 21 juillet 1896, les grandes banques de Berlin et ses banques de médiocre importance posèrent, en principe, « qu'il paraissait convenable... de prendre comme bases les dispositions légales et surtout d'éviter ce qui pouvait être considéré comme un moyen d'éluder ce qui était certainement dans l'intention de la loi » ; c'est ainsi que dans le cas, déjà étudié, de *purs dépôts*, il était bien entendu que l'on ne demanderait pas, en principe, la déclaration prévue par l'article 2 (3), et que, dans le cas d'ordres donnés par des banquiers de la province, on n'exigerait pas de ceux-ci, ni en général, ni en chaque cas particulier, la déclaration prévue

(1) Telle était bien certainement, évidemment, la croyance du législateur ; nous nous étonnons que M. A. Endemann ait pu partager une telle utopie (cf. *Depotgesetz*, *Deutsche Juristen Zeitung*, 15 oct. 1896).

(2) A. Endemann, *Deutsche Juristen Zeitung*, 15 oct. 1896.

(3) Riesser, *Bankdepotgesetz*, p. 26.

par l'article 3, § 2 (1). On ne ferait emploi de la faculté, consacrée par les dispositions légales, que dans les seuls cas où cela paraîtrait absolument nécessaire pour la protection d'intérêts particuliers vraiment légitimes.

Tel est l'esprit des *conditions* que la *banque pour le commerce et l'industrie* impose à sa clientèle (surtout des banquiers régionaux) et que l'on peut considérer comme caractéristiques des relations établies à la suite de la loi de dépôt dans les rapports des grandes banques avec leurs clients (2). La cause de tout le mal persiste intacte ; les titres

(1) *Eod. loc.*, p. 39.

(2) *Bank für Handel und Gewerbe, Bedingungen für den Kontokorrent-Verkehr*, décembre 1896.

« Il ne peut être tenu pour nos commettants, dans les relations courantes, que deux dépôts ; l'un, dépôt *A*, contient les titres qui ne nous sont pas désignés comme appartenant à autrui, qui, ainsi, selon nos conditions d'affaires, nous tiendront lieu de gage pour toutes nos créances contre le dit commettant, l'autre, dépôt *B*, les titres qui nous seront désignés expressément comme appartenant à autrui.

Les valeurs se trouvant au dépôt *B* ne sont point de nature à servir de base de crédit dans les relations courantes.

Lorsque des banquiers nous donnent l'ordre d'acheter des valeurs avec indication que l'achat a lieu pour le compte d'autrui, sans que tout le prix d'achat soit aussitôt versé, nous n'exécuterons ces ordres que sous la condition d'être déliés de l'obligation d'envoyer la désignation des titres. Cette déclaration a pour conséquence que les valeurs acquises sont prises non pas en garde et possession pour le donneur d'ordre, mais seulement inscrites à son actif sur notre compte de titres, sans remise de numéro ; ainsi elles ne sont inscrites sur aucun des deux livres de compte. Le donneur d'ordre acquiert donc ainsi le seul droit d'obtenir de nous la remise des titres contre parfait paiement du prix d'achat. Mais, si le prix total d'achat des titres nous est réglé, soit par paiement spécial, soit par prise en compte courant sur la base d'une entente, la désignation des titres est envoyée selon la loi, et le transfert de propriété, donc aussi l'inscription des titres au dépôt *B*, sont effectués au donneur d'ordre. La simple inscription en débit d'un compte courant n'est pas, à moins d'entente spéciale, équivalente au paiement du prix et ne compte pas comme point de départ de la dette du prix d'achat.

Lorsqu'un commettant nous donne l'ordre d'acquérir des titres pour le compte d'autrui, sans que tout le prix d'achat soit aussitôt réglé de la façon indiquée plus haut, nous sommes libérés, une fois pour toutes, de l'envoi de la désignation des pièces ; aussi lui conseillons-nous de se procurer de son commettant pour chaque cas particulier la même déclaration

dont le client a la propriété ne peuvent servir de base à un crédit : c'est là ce qui mine complètement la réforme et donne une forme quelque peu hypocrite à la déclaration générale des banquiers berlinois. Ajoutons que, si les ordres sont transmis pour le compte d'un tiers, un transfert de propriété n'a point lieu avant tout paiement : le banquier de la province tombe-t-il en faillite ? la situation de ses clients, même en une telle circonstance, n'en devient pas très nettement meilleure ; et cependant ce n'est là que l'exception, car celui-ci exige généralement des clients une déclaration *prévues par la loi*.

Quelques banques, cependant, n'ont point suivi cet exemple et ont demandé à leurs clients de les délier des obligations prévues par la loi, non seulement en certains cas particuliers, mais d'une façon générale (1) : le désir de ne point se trouver exposé un jour aux choses désagréables, dont menace la loi, a fait produire à celle-ci l'effet opposé à celui qu'on en attendait.

Les articles 9 à 13 de la loi contiennent des dispositions pénales : celui qui tire profit ou fait profiter un tiers des

avant de nous transmettre lesdits ordres. En ce qui concerne les valeurs se trouvant sous notre compte pour vous sur des places étrangères et les valeurs à acheter ou à vendre pour vous sur des places étrangères, nous sommes autorisés, en général, selon l'article 2 de la loi de dépôt en banque, à rendre à la place des titres originaux des titres équivalents (autres numéros) et nous sommes pour de tels cas déliés d'une façon générale de la désignation des titres selon la loi de dépôt. Pour le cas où notre commettant ne serait pas un banquier, il devra nous envoyer par écrit, en chaque cas particulier, les pouvoirs et reconnaissances prévus dans la phrase précédente.

Toutes les ententes spéciales concernant d'autres déclarations de libération de l'envoi de la désignation des titres restent en vigueur ».

(1) Circulaire d'une des premières maisons de Hambourg : les nos 1, 2 et 3 posent la présomption que les ordres sont censés donnés par des tiers, les titres comme leur appartenant..... ; n° 4 : « Vous voulez nous donner pouvoir de rendre à la place de titres, que vous avez chez nous, des titres de la même sorte, sans tenir compte de l'identité des pièces et des numéros, et voulez ainsi nous délier de l'envoi de la liste des numéros pour les valeurs que nous achetons pour vous ou que nous prenons en garde pour vous sur la base de telles opérations..... » (Voir V. Pechmann, *Das sog. Depotgesetz*, p. 62).

titres laissés chez lui en dépôt ou en gage ou acquis pour un commettant et qui ne tombe pas sous les coups de l'article 246 du Code pénal sera condamné à 1 an de prison et 3.000 marks d'amende (art. 9, al. 9); quiconque ne respectera pas les dispositions des articles 1, 2, 3 et 5 et suspendra ses paiements ou tombera en faillite « sera puni de prison jusqu'à deux ans. » (art. 10); « tout commerçant qui a suspendu ses paiements ou qui est en état de faillite est puni de travaux forcés si, ayant conscience de son insolvabilité, il s'est illégalement approprié des valeurs appartenant à autrui et reçues en dépôt en raison du commerce qu'il exerçait comme dépositaire, créancier-gagiste ou commissionnaire (art. 11). L'article 12 vise le cas où le dépositaire ou commissionnaire est une société.

Notre conclusion ne sera pas favorable au législateur allemand : « Autant que les choses sont restées dans leur ancien état, la loi n'a pas causé de dommages, mais aussi n'a point été utile... La loi a cependant décidé parfois à modifier les anciennes pratiques et ces changements sont surtout, nous pouvons même dire, sans exception, non des amendements..., mais des aggravations de l'ancien état de chose » (1). Ce qu'il y a surtout de très malheureux, c'est qu'une déclaration *prévue par la loi* donne aux banquiers malhonnêtes le *droit* de spéculer avec l'argent de leurs clients. Tandis que le législateur voulait diminuer le nombre énorme des *dépôts irréguliers* et forcer les banquiers à transformer ceux-ci en *dépôts réguliers*, l'effet contraire a été produit (2).

Devons-nous attendre la vraie réforme de la création de pures banques de dépôt ? Nous ne saurions le croire ; parce que les abus ont lieu surtout au cas de *dépôts* étroitement liés à un contrat de commission.

(1) Von Pechmann, *Das sog. Depotgesetz*, p. 61 ; cf. Riesser, *Bankdepotgesetz*, passim.

(2) Riesser, *Bankdepotgesetz*, p. 62 ; ce que le directeur constatait en janvier 1897 n'a fait, nous semble-t-il, que s'accroître depuis lors.

III

Restaient encore quelques abus généraux à combattre. M. A. Eschenbach avait proposé, pour mettre un terme aux conseils fallacieux de nombreux commissionnaires, de forcer ceux-ci à prouver qu'ils avaient agi avec le *soin d'un commerçant ordinaire* toutes les fois que les commettants avaient souffert un *dommage extraordinaire* et que les commissionnaires, contreparties effectives, en avaient tiré, en tout ou en partie, un avantage correspondant (1).

N'était-il pas assez étrange d'établir une sorte de présomption en faveur de l'indignité d'une personne, alors que la confiance était la base même du contrat qui l'engageait vis-à-vis de sa contrepartie? La plus grande indécision planait d'ailleurs sur la question de preuve (2). Encore une idée peu pratique germée dans cet esprit médiocre!

Le projet de loi donnait une forme à la proposition qui est devenue l'article 79 de la loi des bourses : « sera puni d'un emprisonnement et pourra en outre être condamné à une amende qui ne dépassera pas 3,000 marks, ainsi qu'à la perte de ses droits civils, tout commissionnaire qui, pour se procurer ou procurer à un tiers un avantage pécuniaire :

1° Aura compromis la fortune du commettant en donnant, contre sa conscience, un conseil mauvais ou des renseignements inexacts au sujet d'une affaire à conclure ;

S'il y a des circonstances atténuantes, il pourra être condamné à l'amende seulement.

La tentative sera punie dans le cas prévu au paragraphe 1^{er}. »

(1) *Zeitschrift für das gesammte Handelsrecht*, t. XII, p. 54. Voisine est la proposition Goldberger (*Die Hauptfragen*, p. 41).

(2) *Berichte und Beschlüsse*, p. 233. cf. Material, *Slen. Ber.*, p. 2602. V. surtout Freund, *Das Selbsteintrittrecht des Kommissionärs* (*Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen*, 28 janvier 1893).

Cette disposition est d'une valeur discutable : l'on peut craindre, non sans raison, que les clients aventureux ne rejettent le poids de leur propre imprudence sur leurs banquiers, aux heures de désespoir et de surexcitation qui suivent toujours quelques pertes sensibles ; de vrais actes de chantage sont ici à prévoir. Mais, au moins, les imitateurs présents ou futurs du célèbre Polke ne se trouveront plus facilement hors des coups de la loi et la crainte de quelque peine aura un effet autrement salulaire qu'une pure action civile en réparation du dommage causé.

IV

Les nouvelles dispositions de la loi des bourses, relatives à la commission, sont généralement très discutables ; elles sont, en tous cas, extraordinairement factices, ce qui est malheureux dans les relations d'affaires. C'était là d'ailleurs une conséquence forcée de la situation qu'avait consacrée le Code de commerce d'une façon si inopportune ; toute réforme sur la base du droit de *selbsteintritt* ne pouvait prendre le mal jusque dans ses racines, du moment où les cours fluctuent d'une façon très rapide. Les commissionnaires les plus honnêtes se sentent gênés à tous instants, à moins qu'ils ne préfèrent s'exposer à quelque plainte qu'ils ne considèrent point comme devant surgir un jour ; les commissionnaires moins honnêtes ont quelque peine à se débarrasser de toutes ces dispositions si enveloppantes, ils semblent cependant n'avoir point renoncé totalement à leurs anciennes pratiques.

Ce sont là des résultats relativement heureux lorsque l'on songe quelques instants aux conséquences d'une transformation totale du trafic de commission en un trafic d'achat et de vente, car le système établi alors par les banquiers serait des plus factices toutes les fois qu'il s'agirait de personnes absentes ; l'on peut être assuré que, plutôt que de

s'exposer à quelque perte, les banquiers auraient préféré se livrer leurs clients sans la moindre défense. L'entente a heureusement manqué ici : des cas exceptionnels ont su prendre une grande importance dans de nombreux esprits.

CONCLUSION

- I. — L'esprit de lutte a vicié toute la réforme des bourses allemandes. — Résultats généraux de la loi des bourses : trouble dans la vie économique ; atteinte des intérêts les plus respectables. — Les nouvelles dispositions chercheraient à rétablir un ancien état de chose dans un milieu nouveau ; toutes les conséquences de la loi seraient plus néfastes encore à la première crise.
- II. — Résultat le plus notable de la loi des bourses : accentuer le développement des grandes banques, atteindre la classe moyenne.
- III. — Quelques conséquences heureuses de la loi des bourses, dont on ne peut encore apercevoir toute l'importance.
- IV. — Il faut espérer une abrogation de cette loi ; mais non pas une abrogation trop vive et trop soudaine, laquelle serait suivie d'une réaction. — Quelles dispositions conserver, quelles dispositions abroger ? Question difficile à résoudre parce que les commerçants continueraient la lutte si on n'abrogeait que quelques dispositions particulières. — Abrogation totale ; nouvelle loi reprenant les principes généraux de la loi des bourses, conservant quelques dispositions particulières et plusieurs dispositions pénales.
- V. — Enseignements que l'on peut retirer de la réforme des bourses allemandes : enseignements généraux. — Le jeu de bourse et une disposition pénale atteignant l'incitation habituelle et intéressée à spéculer en dehors du cercle des connaissances spéciales de chacun. — Les abus du droit de la commission et une disposition pénale. — En ce qui concerne les bourses françaises en valeurs, il faut : obliger les émetteurs à signer un prospectus d'émission et imposer la composition d'un cours unique ou moyen auquel se feraient toutes les opérations au comptant.

I

La loi des bourses contient quelques dispositions excel-

lentes, plusieurs indications utiles ; si le texte en est généralement mal rédigé, si les fautes économiques y sont nombreuses, un observateur impartial ne doit point en confondre tous les articles dans un égal mépris, — ainsi qu'a su le faire, avec grande habileté, tout le haut commerce de l'Allemagne. L'esprit de lutte a vicié cette réforme : telle est la principale cause de l'échec presque complet du législateur sur les points mêmes où son intervention était légitime et aurait pu devenir salutaire.

Des esprits chimériques ont cru qu'il était possible d'imposer au commerce, en un seul jour, tout un système nouveau ; la résistance est venue de toute part : le législateur s'en prit à des formes, les commerçants ont trouvé de nouvelles formes pour continuer leur ancien trafic ; le législateur précisa ses interdictions, les commerçants se sont vus gênés, non arrêtés dans leur activité néfaste ; le législateur esquissa des principes, les commerçants ont assisté en contemplateurs inactifs et hostiles à leur mise en œuvre.

Devrons-nous considérer comme plus heureuse cette atteinte à la loi qu'une atteinte au commerce, laquelle aurait été plus sensible sur plusieurs points avec une mise en vigueur rigoureuse de tout le nouveau système ? Nous ne saurions le dire ; tout d'abord, parce que les conséquences les plus néfastes de la loi des bourses nous ne les devons point directement à celle-ci, mais aux commerçants, qui livrèrent une guerre sourde ou publique à tout ce qui concernait la *réforme* et qui annihilèrent avec habileté les résultats de telle interdiction ou surent accentuer les conséquences de telle faute économique ; et parce que la notion d'autorité a reçu une si forte atteinte durant la dernière année que son crédit semble pour longtemps vacillant ; cette conséquence-là est très grave lorsqu'il s'agit d'un pays se développant rapidement au point de vue économique ; une intervention paternelle du gouvernement peut être un frein salutaire à de nombreux abus, son intervention effective avoir d'heureuses conséquences.

Le commerce allemand est troublé, toutes les fois qu'il a reçu quelque atteinte ; non seulement l'on ignore partout ce que la loi autorise et ce que la loi défend, mais des situations illégales sont souvent le produit d'une activité légitime au point de vue économique : il en résulte la plus grande insécurité dans les relations d'affaires. Le champ est ouvert très libre aux hommes malhonnêtes ; les hommes honnêtes, que leur parole lie d'une façon plus stricte que n'importe quelle crainte, se voient engagés, tandis que leurs contreparties peuvent invoquer une *faculté légale* ! Heureusement qu'en de tels instants de lutte, la bonne foi apparente devient plus solide ; heureusement qu'alors tout manquement public paraît plus grave ! Et, cependant, plaçons-nous un instant dans la situation de ce tuteur d'une personne qui vient d'hériter d'un spéculateur opérant à terme de la façon généralement la plus heureuse pour lui et pour la société, ou bien encore d'un commerçant en gros opérant à terme dans l'exercice de sa profession, sans se faire inscrire au registre de bourse : nous nous verrons *forcés* à refuser le paiement de toute différence restée due par le défunt, tout en rougissant d'être malhonnêtes.

Les hommes d'une honorabilité certaine ont organisé une lutte contre la loi ou suivi le courant de lutte pour ne pas laisser le champ libre aux hommes moins honnêtes et moins scrupuleux : cependant, toute la législation relative au trafic à terme fait hésiter les grandes maisons à servir de mandataires aux spéculateurs même les plus respectables ; ceux-ci ne trouvent excellent accueil qu'auprès de commissionnaires qui leur font d'assez dures conditions et qui n'offrent point toutes les garanties désirables au point de vue moral et financier !

Les opérations illégitimes me paraissent avoir été atteintes, parce que toutes les opérations l'ont été ; tout le trafic à terme en marchandises a reçu un rude coup, le jeu sur marchandises a reçu lui aussi un terrible coup. Les émissions de valeurs ont été moins nombreuses en 1897 qu'elles ne

l'auraient été sans la loi des bourses, les émissions de valeurs néfastes l'ont été également. Tristes mesures que celles qui n'atteignent les actes désastreux que parce qu'elles atteignent tous les actes, ou, tout au moins, en atteignant tous les actes.

Les principales dispositions de la loi des bourses ne marquent point un progrès au point de vue économique ; tout au contraire, elles nous ramènent nettement aux temps les plus lointains.

Le trafic était rapide, nécessitait la liaison de moindres capitaux, une moindre circulation monétaire ; il faut aujourd'hui opérer argent comptant : en 1896, avant l'entrée en vigueur de toute la loi, une certaine tension monétaire avait trouvé son expression ; en septembre 1897, la banque d'Empire a dû élever le taux de l'intérêt, déjà assez haut : une des plus notables personnalités de la direction de la banque d'Empire n'a point hésité à voir là une conséquence indirecte de la loi des bourses !

Le trafic avait pris une allure *démocratique* ; les risques de baisse ou de hausse pouvaient être *fractionnés* presque à l'infini ; l'influence de simples *possibilités* (possibilité d'importer, possibilité d'exporter) était considérable et assurait l'égalisation la plus parfaite des cours à travers l'espace ; les capitaux de personnes *étrangères au trafic effectif* raffermisaient le marché en lui fournissant les éléments qui font forcément défaut dans un pays où la richesse commence. Et l'on a remonté le courant, en donnant au trafic un caractère *plus oligarchique*, en faisant de tout marché un *poids* plus lourd, en rendant l'influence de la marchandise, existant *réellement* sur la place, beaucoup plus sensible, en *écartant les reporteurs* de nombreux articles !

Et cependant pouvons-nous apprécier encore tous les effets de cette législation nouvelle ? Non : tous les maux apparaîtraient plus notables lors d'une crise économique : on verrait alors si un trafic au comptant produirait de merveilleux résultats : on verrait si les cours des céréales détermi-

nés par un simple trafic effectif permettraient l'intervention de capitaux étrangers ; on verrait si la concentration du trafic dans les mains des grandes banques, dont nous allons parler, ne s'accentuerait pas encore.

II

Les grandes banques et surtout les banques montées en sociétés anonymes par actions ont pris, durant le dernier quart de ce siècle, un développement considérable sur la presque totalité des grandes places du monde. Cette concentration du trafic entre les mains de quelques maisons plus spécialement puissantes doit être constatée d'une façon particulière en ce qui concerne le trafic en valeurs et les banques allemandes.

En s'adressant à d'importants établissements, le public est assuré de voir ses ordres exécutés avec une grande rapidité ; il n'a à payer qu'une minime provision ; la confiance que lui donne l'énorme capital de la maison n'est point aussi étrangère à sa préférence.

Ce mouvement s'est trouvé accentué en Allemagne, durant les vingt dernières années et plus spécialement durant les dix dernières, tout d'abord à la suite de diverses lois de finances, puis, à la suite d'événements particuliers, enfin, dernièrement, à la suite de la loi des bourses.

Les lois, qui ont imposé le paiement d'un droit de timbre lors de la conclusion de tout marché de bourse (Umsatzsteuergesetze), mettent en principe les banquiers particuliers de la province dans un état de notable infériorité vis-à-vis des maisons qui ont des succursales, car celles-là doivent généralement (à moins qu'elles n'aient des relations exceptionnelles avec telle banque d'une place centrale ou à moins qu'elles n'opèrent comme purs mandataires, sans profiter de la faculté d'intervenir personnellement) faire supporter à leurs clients, directement ou indirectement, trois fois les droits ordinaires :

une première fois pour l'opération passée par le banquier de la place centrale avec une autre personne de cette place, une seconde fois pour l'opération passée par le banquier de la place centrale avec le banquier local, une troisième pour l'opération passée par le banquier local avec son client, tandis que la succursale, représentée naturellement par la maison principale ou les succursales des places de bourse n'ont à faire supporter qu'un double droit. La loi, pour remédier à un tel état de chose, a reconnu les relations corréales (*in meta*) qui existaient entre maisons de différentes places ; ceci a permis d'atténuer en partie les effets de la concurrence croissante ; et cependant, si deux grandes banques, l'une de Berlin et l'autre de Hambourg, peuvent offrir aux clients de leur place leurs services sur l'autre marché, moyennant un droit unique de commission, les petits banquiers *in meta* ne peuvent se contenter d'une provision aussi minime.

D'ailleurs les grandes banques qui ont un important trafic peuvent éviter des droits de courtage en compensant les ordres ; elles peuvent aussi éviter un droit de timbre que leur client payera cependant (art. 73 de la loi des bourses) : elles font un seul bordereau au nom des deux clients, au lieu de faire deux bordereaux tous deux en leur nom avec chacun des deux clients.

C'est ainsi que des lois de finances ont accentué le courant général de concentration du trafic entre les mains des grandes maisons. Les actes de spéculation sont demeurés d'une façon notable aux banques particulières : les grandes banques refusent couramment tous conseils de cette nature (1).

Lorsqu'il y a moins de dix ans, les valeurs d'entreprises se rattachant au fer et au charbon jouirent auprès du public d'une grande vogue, les grands banquiers augmentèrent leurs capitaux afin de pouvoir se livrer plus aisément à de fruc-

(1) *Der deutsche Oekonomist*, 1^{er} février 1896.

tueuses émissions ; survint ensuite la passion des *valeurs exotiques* ; qui poussa encore, pour le même motif, à des augmentations de capitaux ; la crise attendue arriva : les grandes banques, qui avaient perdu une partie de leur crédit et qui, en tous cas, ne trouvaient plus d'acheteurs, semblaient condamnées à en ressentir une terrible atteinte ; mais les faillites de maisons de médiocre importance, des scandales nombreux se succédèrent bientôt sans relâche ; le public perdit sa confiance en ses anciens mandataires et s'adressa à des maisons qui offraient de plus grandes garanties apparentes ; le mouvement se poursuivit jusqu'à l'entrée en vigueur de la loi des bourses. Celle-ci a encore accentué cette tendance : il est devenu plus difficile encore aux maisons de médiocre importance d'émettre des valeurs, un fond de roulement plus notable étant nécessaire ; la spéculation exige souvent la liaison lors du contrat, de capitaux que le client n'a point disponibles, la disposition de sommes plus importantes est devenue sinon nécessaire, du moins utile et très fructueuse.

Les grandes institutions berlinoises de crédit, dont le capital montait à la fin de 1892 à 470.000.000 de marks, disposaient en septembre 1897 de 770.000.000 de marks (1) ! La *Deutsche Bank*, qui avait augmenté son capital en 1895, l'a encore augmenté en 1897 ; la *Breslauer Diskontobank* l'a augmenté en 1896 et 1897, la *Deutsche Genossenschaftsbank*, la *Berliner Bank*... ont augmenté leur capital durant la dernière année. Parlerons-nous encore des *fusionnements*, des *alliances* : la *Deutsche Bank* depuis qu'elle s'est adjoint deux grandes banques locales, la *Bergisch Märkische Bank* (d'Elberfeld) et le *Schlesischer Bankverein* (de Breslau) est devenue une énorme puissance ; la *Berliner Diskontogesellschaft* et la *Norddeutsche Bank* se sont étroitement unies...

Il est curieux d'entendre les grandes banques parler de la loi des bourses : « celle-ci, a dit l'*Essener Creditanstalt*, n'a

(1) Sur tous ces points, v. notamment, Singer, *Veränderungen in deutschen Bankwesen*, article de l'*Hamburgische Börsen-Halle* du 22 septembre 1897.

pas pour nous comme conséquence des désavantages ; mais beaucoup plutôt, d'après l'avis général, elle agira d'une façon qui nous sera favorable, car l'entremise des opérations sur valeurs se concentrera encore plus qu'aujourd'hui auprès des grandes banques » ; « par suite de l'extension croissante de ses affaires en général et de la nécessité de posséder de plus grands moyens à sa disposition, spécialement pour le trafic en valeurs dans sa nouvelle forme créée par la législation des bourses », la *Mitteldeutsche Kreditbank* proposait une élévation du capital social de 6.000.000 de marks !

C'est là un triste état de chose : on peut « se demander si nous ne revenons point en arrière, parce que nous perdons une partie de notre classe moyenne et qu'une partie de cette classe moyenne se transforme en un prolétariat sans fortune et sans culture intellectuelle » (1). Le développement considérable des grandes banques est déplorable au point de vue économique, si le public y trouve de nombreux avantages : il empêche les individus d'exercer leur énergie ; il en fait des employés, des sortes de fonctionnaires médiocrement intéressés au succès final ; avec ce système, la fortune va à la fortune, le travail n'a point sa rémunération : il en résulte nécessairement le triomphe d'une élite qui tient son succès de sa naissance et qui, sans vraie force, ne peut résister sérieusement à quelque crise pénible.

« Si importants que soient les capitaux des banques par actions, ils comportent dans leur faiblesse relative une sorte de danger » (2) : peut-être même le danger croît-il avec l'importance des capitaux, car la *faiblesse relative* s'accroît généralement dans des proportions nullement en rapport avec l'augmentation des forces ; les tristes affaires du comptoir d'escompte et de la maison Baring ne sont guère là pour nous donner confiance. Il y a forcément quel-

(1) Pluto, Die Kapitalserhöhungen der Grossbanken, *Die Zukunft*, t. IX, p. 334.

(2) *Eod. loc.*

que chose de factice dans le développement d'énormes institutions : les dangers, qui menacent, s'aperçoivent trop tard, alors que le courant qui entraîne vers la ruine est devenu irrésistible.

Si nous considérons, d'une façon plus particulière, les grandes banques de l'Allemagne, le trafic en valeurs se concentrera de plus en plus dans les mains d'un petit nombre de maisons, qui compenseront sans cesse les ordres et *n'iront guère à la bourse* : (1) les cours seront ainsi fixés par à peu près, sur la base de rares opérations ; les garanties seront minimales, les dangers considérables : mais les grandes banques fourniront toujours de beaux dividendes à leurs actionnaires.

Nous nous demandons également, si cette concentration est vraiment heureuse en ce qui concerne les intérêts des grandes maisons elles-mêmes : les grandes banques de l'Allemagne ont joué, durant les dernières années, le rôle de mandataires de maisons régionales et ont trouvé en celles-ci des aides et des agents ; si celles-ci disparaissent, comment pourront-elles les remplacer : nous ne croyons point que des succursales puissent en tenir lieu ; ce n'est point un directeur sans cesse déplacé par suite d'un avancement hiérarchique, qui pourra servir de conseiller écouté aux capitalistes, qui sera au courant de la situation financière de chacune. Ceci n'a pas encore été saisi par les directeurs des grandes banques de l'Allemagne, qui n'y ont guère songé.

Concluons par un mot ironique pour les agrariens, qui voulaient atteindre, en réformant la bourse, le *grand capital mobilier*, qui leur est si spécialement odieux, et qui ont renforcé encore la puissance de ce *grand capital mobilier*. Un gouvernement, qui se pique de protéger la classe moyenne, aurait dû laisser défendre devant la commission d'enquête les intérêts des banques privées de moindre importance, prononcer moins souvent des phrases sonores et ne point ac-

(1) La diminution d'opérations à la bourse et l'augmentation d'opérations en dehors de la bourse sont très sensibles durant les dernières années, bien que les statistiques ne puissent nous en fournir une preuve.

centuer ce courant déplorable de concentration : une certaine oligarchie dans l'armée est une force considérable ; une certaine oligarchie dans le monde du commerce peut devenir et très dangereuse et très néfaste alors surtout que l'énergie individuelle passe au second plan et que la forme nouvelle est celle de sociétés anonymes par actions !

III

Après ce triste tableau, allons-nous nier que la loi des bourses ait eu quelques conséquences notablement heureuses ? Non, certes ; bien qu'il soit encore fort difficile de préciser ces divers points, nous pouvons dire, avec certitude, d'une façon très générale, que le jeu de bourse sur marchandises a reçu une assez rude atteinte sur tous les marchés, que le jeu sur valeurs a quelque peu diminué ; que les commissionnaires malhonnêtes ne peuvent plus pratiquer aussi facilement qu'autrefois la *coupe dans le cours*.

C'est justement dans les deux domaines où la réforme a été plus spécialement malheureuse, celui du trafic à terme et celui du droit de la commission de bourse, que les résultats favorables se sont produits. Mais ceux-ci n'ont-ils pas été achetés trop cher ? Nous ne pourrions répondre à cette question que plusieurs années après l'abrogation de la loi des bourses en ce qui concerne le jeu : la situation actuelle n'est pas tenable. La passion de la spéculation est-elle morte presque complètement ou reparaitra-t-elle avec toute son ancienne vigueur ? Le sort des dispositions artificielles du droit de la commission se trouve malheureusement allié à la réforme du Code de commerce : une nouvelle ne serait faite qu'au cas d'absolue nécessité, et il n'y a pas *absolue nécessité* à abroger ces dispositions : ici les résultats heureux resteront effacés par des résultats douteux.

IV

Le seul remède possible est l'abrogation de la loi ; et nous croyons que le moment n'est pas lointain où l'on songera à rétablir le trafic sur ses anciennes bases ; il y a même là quelque chose de nécessaire.

Les commerçants attendent avec impatience un tel moment ; la disparition totale du système détesté leur permettrait de reprendre leurs anciennes coutumes ; le gouvernement ne serait plus alors disposé à intervenir sans cesse : la leçon lui paraîtrait suffisante.

C'est, non sans craintes, que nous verrions toute la campagne violente des libéraux allemands produire ses effets : le calme est nécessaire en législation ; une loi très stricte ne doit jamais être abrogée purement et simplement ; il faut conserver de celle-ci tout ce que l'on peut en conserver. Si un choix entre les diverses dispositions est vraiment difficile, il faut cependant le faire. Ce qui rend ici la question très spécialement complexe, c'est qu'il ne s'agit pas seulement d'écarter les dispositions mauvaises ; il faut détruire tout ce qui laisserait persister la lutte aveugle du commerce : une abrogation totale s'impose ; une loi nouvelle devra reprendre les éléments généraux et nécessaires de l'ancienne loi et les refondre. L'on devrait conserver le droit de surveillance de la part des gouvernements locaux (art. 1, par. 1 et 2), la nécessité de faire agréer les règlements par ceux-ci (art. 4, al. 1 et 2, § 1), l'indication des cas où l'on doit exclure les visiteurs de la bourse (art. 7), la disposition relative au droit de police intérieure (art. 8), les principes généraux sur la fixation des cours (art. 29, al. 1 et 3), l'institution du courtage des cours (art. 30 à 34) en donnant à ces dispositions un caractère supplétoire, les principes sur l'admission au marché et à la cote (art. 36), en faisant disparaître l'alinéa c, les

principes sur l'admission au marché et à la cote à terme (art. 49) tout en abrogeant la disposition finale, la disposition déclarant le terme arrivé par le seul fait de l'annonce de marchandises de qualité inférieure (art. 53), puis, les dispositions pénales des articles 75, 76, 78 et 79, § 2.

Il serait peut-être sage de rappeler la disposition de l'article 39, alinéa 1^{er}, en transformant le délai d'un an en un délai de six mois, de conserver les principes relatifs à la responsabilité des maisons d'émission et de reconnaître au Conseil fédéral la faculté d'imposer une expertise de la marchandise avant la mise en circulation de toute filière.

Le rôle du législateur doit être libéral sans faiblesse : et comme tel, il n'est point facile à remplir. Une entente entre de notables représentants du commerce et le gouvernement préparerait assez heureusement le terrain, si les uns n'avaient pas des exigences trop grandes et l'autre une brusquerie trop autoritaire.

V

Jamais, peut-être, l'histoire d'une loi étrangère ne fut plus susceptible que celle de la loi des bourses de fournir des enseignements aux législateurs, aux gouvernants et aux économistes de tous pays : enseignements de nature très diverse, enseignements généraux, enseignements particuliers.

Le socialisme accentué y trouve le plus terrible jugement ; toute action externe, sans mesure et sans connaissance exacte des causes, y est sévèrement condamnée. Le libéralisme classique y triomphe, cependant, d'une façon plus apparente que réelle ; les événements antérieurs nous prouvent que les doctrines de Delbrück, de M. Ludwig Bamberger et de tels autres *Manchesterleute* ne furent pas moins néfastes en 1871 et en 1872. L'État ne doit point diriger les individus ; il doit les surveiller : que le gouvernement exécutif les excite à agir par eux-mêmes, puis, qu'il intervienne, avec ou sans le

secours du législateur, s'il y a absolue nécessité et si la mesure proposée est simple et pratique.

Nous avons vu combien était énorme le domaine d'action du grand commerce : l'ingéniosité des commerçants peut aisément faire remplacer telle forme interdite par telle autre ; c'est là surtout que l'État ne doit point user son crédit dans des luttes incessantes et inutiles, qu'il faut du calme et de la fermeté. L'émotion devant quelque triste tableau des misères humaines est aussi néfaste, plus néfaste peut-être qu'une confiance aveugle dans les lois de la nature.

Deux dispositions de la loi des bourses pourraient être recommandées aux législateurs de tous pays : la première vise le jeu de bourse, la seconde les abus du droit de la commission.

Triste remède que l'exception de jeu et toutes ces exceptions plus ou moins factices qu'a créées une jurisprudence prétorienne ! Plus sûre serait une disposition pénale punissant quiconque habituellement et en vue d'un gain particulier incite à spéculer à la bourse en dehors du cercle des connaissances spéciales de chacun. Une telle mesure ne serait point sans inconvénients généraux, nous le reconnaissons ; mais, comme, après une minutieuse composition du texte, elle n'atteindrait en fait que les gens d'une malhonnêteté certaine, nous la considérerions cependant comme utile et devant être prise parallèlement à une reconnaissance expresse de la validité de tous marchés de bourse.

Si la presque totalité des législations ne possède point quelque disposition reconnaissant aux mandataires la faculté de se présenter eux-mêmes comme contreparties, les abus du droit de la commission n'en sont pas moins partout très fréquents : un article de loi, punissant quiconque, dans un intérêt personnel ou afin de procurer à autrui quelque avantage, agirait contre les intérêts de son mandant, nous paraîtrait des plus heureux et d'autant plus heureux que son champ ne serait pas limité à la bourse ; il devrait être général : les

conséquences d'une telle disposition ne seraient pas toujours excellentes ; les vengeances et les craintes de nombreuses maisons trouveraient des expressions presque désastreuses pour les particuliers, tant les abus sont partout profonds ; mais il s'établirait une scission plus nette et plus franche entre maisons de commission, qui élèveraient le taux de leurs provisions et maisons de commerce, qui achèteraient et vendraient en tenant compte des aléas et des bénéfices probables. Une telle évolution nous paraîtrait heureuse ; et les législateurs feraient bien de l'accentuer.

Bien que nous n'ayons point à aborder ici la question d'une réforme des bourses françaises en valeurs, nous voulons cependant, en finissant ce travail, transmettre les justes plaintes des places étrangères contre le marché français en valeurs, dans les cas où il s'agirait d'établir chez nous avec des modifications plus ou moins sensibles des institutions existant déjà en Allemagne.

Il n'est que temps d'imposer aux émetteurs la publication d'un prospectus, contenant les indications nécessaires à l'appréciation de la valeur intrinsèque des titres, des chances de succès de l'entreprise et de la solvabilité de l'emprunteur, et signé d'une personne connue. Nous ne proposerions pas d'établir toute la procédure existant sur les marchés allemands ; et cependant nous considérons comme très utile, presque nécessaire la formation sur les principaux marchés français d'un comité, qui apparaîtrait avec la réorganisation de nos marchés financiers. On devrait remettre à ce comité les prospectus, que les banques signataires termineraient en déclarant avoir agi de bonne foi, se porter responsables de toute faute lourde et de toute omission dolosive : on éviterait, en déterminant ainsi la responsabilité des banques, un brusque revirement dans la législation, un système de responsabilité trop dure, dont le public supporterait les conséquences en payant les titres sensiblement plus cher, quelques dommages aux honnêtes gens dont le seul crime

aurait été, en publiant un prospectus, de ne point apercevoir toute la valeur de tel marché, sans importance apparente à l'heure de l'émission. Le comité étudierait les prospectus, verrait si ceux-ci répondent bien aux exigences de la loi et prononcerait, à l'occasion, contre toute banque fautive l'interdiction de signer un prospectus dans toute la France durant une certaine période : cette dernière disposition serait de la plus haute importance pour éviter le développement de tout un système de compères insolvable, comme l'intervention d'un comité, la publication de prospectus absolument insuffisants. Une disposition *pénale*, atteignant toute personne ayant publié dans un prospectus des renseignements qu'elle *savait inexact*, ne remplacerait pas avec avantage un tel comité. En tous cas, une amende et même la prison, au cas de récidive, atteindrait quiconque accepterait d'être intermédiaire dans le trafic des valeurs pour lesquelles un prospectus n'aurait point été publié conformément à la loi et quiconque publierait le prix de telles valeurs (1).

Parlons enfin de la fixation des cours du comptant. Pourquoi ne point fixer un seul cours pour chaque séance de bourse : un cours moyen, produit mathématique des cours auxquels on aurait fait successivement des marchés provisoires, si le *cours unique*, tel qu'on le fixait à Berlin, ne plaît point à nos compatriotes : toutes les opérations, faites en un jour sur le marché officiel, seraient sensées conclues à ce cours. Qui se plaindrait de cette modification ? Ni les capitalistes, ni les personnes désireuses de surveiller leurs inter-

(1) M. Fleury-Ravarin vient, tout dernièrement, de déposer à la Chambre des députés une « proposition de loi relative aux émissions de valeurs françaises et étrangères et à la publication des bilans de sociétés par actions » : ce projet est à la fois si vague et si sévère que l'on ne peut y voir qu'un exposé de principes très généraux. M. Fleury-Ravarin a oublié d'empêcher le développement en système d'hommes de paille insolvable, il ignore combien il est difficile de prévoir l'importance de chaque contrat dans l'avenir d'une entreprise ! le projet doit être retouché pour empêcher que des actions judiciaires ne soient intentées de la façon la plus inutile et contre des personnes *honorables et honnêtes*.

médiaires ; les protestations de certaines personnes ne prouveraient que la nécessité de la réforme, en prouvant, s'il en était besoin, l'existence d'actes malhonnêtes ; d'ailleurs les parties pourraient exclure expressément, lorsqu'elles le jugeraient convenable et à leurs risques et périls, l'application des principes posés.

Vu :

Le Président de la thèse,

THALLER.

Vu :

Le Doyen,

GARSONNET.

Vu et permis d'imprimer :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,

GRÉARD.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
PRÉFACE. — Plan de l'ouvrage. — Exposé général sur les bourses : l'organisation des principales bourses continentales ; les opérations de bourse ; le public des bourses de valeurs et de commerce.	1
BIBLIOGRAPHIE	15

INTRODUCTION

I. — Réaction contre les doctrines « libérales-individualistes » dans l'Allemagne contemporaine ; le « socialisme d'Etat », le « socialisme de la chaire » ; le socialisme agraire. — Le parti libéral et le parti agraire.	20
II. — La crise agraire en Allemagne ; les deux grands moyens du parti agraire : leur échec. — Attaques des agrariens contre la bourse, une des causes principales ou cause unique de leur malheur : les arguments de MM. Kühn, de Kanitz, Schwarze, de Frege, Klapper ; vérités et exagérations. — Les vraies causes de la dépression du prix des grains.	24
III. — En quelles autres circonstances furent élaborées les lois impériales de bourse et de dépôt : l'affaire Polke et autres procès scandaleux. — Les antisémites.	30
IV. — Histoire de la loi des bourses et de la loi de dépôt : événements qui amenèrent la convocation d'une commission extraparlamentaire ; composition de cette commission, son enquête, ses débats, ses publications, ses décisions, sa voie moyenne entre le libéralisme et l'Etatisme	31
V. — (Suite). Composition du projet de la loi des bourses et du projet de la loi de dépôt. — Leur première lecture au Reichstag : position des divers partis politiques ; deuxième lecture du projet de la loi des bourses ; vote de l'amendement Fuchs-Schwarze ; troisième lecture du projet de loi ; vote de la loi de dépôt ; promulgation de la loi des bourses et de la loi de dépôt ; leur entrée en vigueur.	37

- VI. — Commerçants et agrariens avant le 1^{er} janvier 1897. — Préparation et publication de nouveaux règlements de bourse. — Fermeture des bourses prussiennes en produits ; les réunions au « palais des fées » des commerçants berlinois en produits ; leur suspension sur l'ordre de police ; les réunions du « marché du matin » et de l'ancien hôpital de la rue du Saint-Esprit. — Position actuelle (octobre 1897) des agrariens et des commerçants dans la question de la réforme des bourses. 42

PREMIÈRE PARTIE

CHAPITRE PREMIER

LES BOURSES DE VALEURS ET DE COMMERCE ET LEUR RÔLE ÉCONOMIQUE.

- I. — Les marchés, les foires et les bourses. — Qu'est-ce qu'une bourse ? Définition ; signes caractéristiques ; de la disparition progressive du trafic effectif dans la grande majorité des bourses. 50
- II. — Rôle économique des bourses : ce sont des marchés centraux où se concentre l'activité commerciale et, d'autre part, l'offre et la demande sur certaines marchandises. — Fonction économique de la spéculation de bourse : égalisation des cours dans le temps en bouleversant des relations originelles ; facilitation du trafic. 56
- III. — Rôle économique et fonctions des bourses en marchandises. — Le grand commerce dans notre civilisation contemporaine, sa fonction ; l'égalisation des prix à travers le temps et l'espace avec un moindre souci d'une répartition toujours exacte des marchandises elles-mêmes ; de la clause : port d'ordre. — Les bourses en marchandises sont les régulateurs du prix des marchandises ; la spéculation dans les bourses en marchandises. 65
- IV. — Rôle économique et fonctions des bourses en valeurs : histoire du développement des valeurs mobilières ; établissement d'un taux moyen de l'argent épargné en un moment déterminé ; de la spéculation dans les bourses en valeurs. 72

CHAPITRE II

L'ORGANISATION DES BOURSES ALLEMANDES AVANT LEUR
NOUVELLE RÉGLEMENTATION.

I. — Caractéristiques générales des bourses allemandes	77
II. — Les bourses du royaume de Prusse : leurs caractéristiques. — La bourse de Berlin ; son histoire : les règlements de 1739, 1805, 1825, 1866 et 1884 ; relations de la bourse avec les an- ciens de la corporation des marchands ; l'admission des per- sonnes à la bourse ; apparition de la section connue sous le nom de bourse de produits ; le « marché du matin »	79
III. — La bourse de Francfort : sa réglementation avant la loi des bourses. — Les autres bourses prussiennes ; les réunions de nature particulière qui ne sont ni bourses, ni marchés, ni foires.	90
IV. — La bourse de Hambourg ; son histoire ; organisation ac- tuelle du marché : le trafic en valeurs ; les associations de com- merçants en marchandises. — La bourse de Brême. — Les bourses de Dresde, Munich, Leipsick, Stuttgart, Strasbourg. .	92
V. — Les comités directeurs des bourses : à Berlin, les commis- saires et les experts ; les experts de Hambourg.	99
VI. — Les règlements de bourse. — « Conditions » et « usages de place » ; distinction fragile entre les uns et les autres ; leur importance.	101
VII. — Organes plus ou moins étroitement rattachés aux bourses allemandes ; les tribunaux arbitraux dans les bourses en valeurs et en produits ; les bureaux de liquidation.	104

CHAPITRE III

L'ORGANISATION DES BOURSES ALLEMANDES
SELON LES PROJETS DE RÉFORME, LA

LOI DES BOURSES ET LES NOUVEAUX RÈGLEMENTS DE BOURSE.

I. — Principes qui sont les conséquences de la <i>voie moyenne</i> suivie par la commission d'enquête : administration des bourses par les commerçants ; faculté d'intervention de la part de l'Etat. Le gouvernement impérial, ses devoirs ; la commission des bourses.	109
II. — Rôle des gouvernements locaux ; les nouveaux règlements de bourse. — Nouveaux caractères de nombreuses bourses al- lemandes	113

III. — Les réunions du palais des fées étaient-elles des réunions de <i>bourses</i> au sens de l'expression <i>bourse</i> dans la loi du 22 juin 1896 ? principes juridiques et question de fait. — Les réunions d'associations privées, ayant le caractère de bourses, peuvent-elles être interdites depuis le 1 ^{er} janvier 1897 ? Solution sur la base de la législation du royaume de Prusse.	117
IV. — Les commissaires de l'Etat : origines de cette institution ; son sens économique ; son médiocre succès devant la commission d'enquête ; son succès croissant dans le projet de loi et devant la commission parlementaire. — Les dispositions de la loi des bourses ; premiers résultats de cette institution	129
V. — De l'admission à fréquenter les bourses allemandes : sa très médiocre importance pour faire diminuer le jeu de bourse et l'agiotage. — Le régime idéal pour l'admission aux bourses allemandes selon la commission d'enquête. — Modifications faites en ce sens par les règlements de bourse.	134
VI. — Motifs d'exclusion des bourses allemandes. — Leur police.	138
VII. — Les nouveaux tribunaux d'honneur : leur rôle ; leur organisation dans la nouvelle loi ; premiers résultats de cette institution.	139
VIII. — Principes sur la compétence des tribunaux arbitraux de bourse. — Conclusion	146

CHAPITRE IV

THÉORIE GÉNÉRALE ET CONDITIONS ÉCONOMIQUES DE L'ÉMISSION DES VALEURS. — ÉTUDE PLUS SPÉCIALE DE L'ÉMISSION DES VALEURS SUR LES PLACES ALLEMANDES ET DE LEUR ADMISSION AU *marché* ET A LA *cote* OFFICIELS AVANT LA NOUVELLE LOI.

I. — Théorie générale de l'émission des valeurs dans notre société contemporaine : intime liaison de l'émission des titres avec leur apparition à la bourse ; les syndicats de banquiers.	151
II. — Principes généraux qui régissent l'émission des valeurs : les données fournies par le marché.	156
III. — Etude de l'émission des emprunts sur les marchés allemands avant leur nouvelle réglementation. L'émission d'actions : démocratisation croissante des sociétés par actions, ses dangers ; les lois allemandes de 1870 et de 1884 sur les sociétés ; transformation malade d'entreprises privées en sociétés par actions.	157
IV. — Analyse des deux notions d' <i>admission au marché</i> et d' <i>ad-</i>	

<i>mission à la cote. — L'admission des valeurs au marché et à la cote sur les principales places allemandes avant leur nouvelle réglementation : les prospectus d'émission ; les points de vue directeurs ; sens et portée de cette réforme. — De la mise en circulation de la plupart des obligations foncières avant et depuis l'obligation de publier un prospectus.</i>	162
V. — De la responsabilité des maisons d'émission et des bureaux de souscription ; principes ; droit allemand.	175
VI. — L'admission au marché et à la cote dans ses relations avec l'agiotage et le jeu. — Principaux abus qui se sont présentés sur les places allemandes lors de l'émission de valeurs : les opérations à l'émission ; les Sperrklausel ; les nouvelles émissions et les conversions sans publication d'un nouveau prospectus.	180

CHAPITRE V

PROPOSITIONS DE RÉFORME ET DISPOSITIONS DE LA LOI ALLEMANDE DES BOURSES VISANT L'ÉMISSION DE VALEURS ET LEUR ADMISSION AU MARCHÉ ET A LA COTE.

I. — L'Etat doit-il intervenir pour faire une sélection entre les valeurs ? un comité spécial ? — Principes posés par la commission d'enquête : liberté de l'émetteur ; frein aux manœuvres dolosives.	182
II. — De la protection de la petite épargne trop souvent aventureuse. — Faut-il interdire à la presse l'appréciation des grandes entreprises financières ?	185
III. — De la composition et du rôle des comités d'admission au <i>marché</i> et à la <i>cote</i> . — Les obligations foncières d'institutions sous la surveillance de l'Etat et la loi des bourses.	188
IV. — Les valeurs étrangères. — La proposition du Comte de Kanitz qui voudrait soumettre leur admission au marché et à la cote à des conditions spéciales.	197
V. — Le sort des valeurs qui ne sont pas admises au marché et à la cote.	200
VI. — La responsabilité des maisons d'émission : limites proposées. — De la <i>méchanceté</i>	204
VII. — Moyen proposé et admis dans la loi pour arrêter la transformation d'entreprises privées en sociétés par actions. — Diverses propositions ou dispositions de loi cherchant à atteindre le jeu et l'agiotage en écartant du <i>marché</i> et de la <i>cote</i> cer-	

taines valeurs. — Les Sperrklausel. — L'obligation de publier un nouveau prospectus aux cas de conversions et de nouvelles émissions. — Conclusion.	210
---	-----

DEUXIÈME PARTIE

CHAPITRE PREMIER

EXPOSÉ TRÈS GÉNÉRAL SUR LA TECHNIQUE DES OPÉRATIONS DE BOURSE.

I. — Les opérations de bourse ; l'ancienne distinction entre marchés au comptant et marchés à terme ; marchés effectifs et marchés à terme de bourse.	219
II. — Les marchés à terme de bourse ; leur vraie nature économique : de la fongibilité des contrats, des personnes et des choses ; conditions de fait essentielles pour qu'il puisse y avoir trafic à terme de bourse.	222
III. — Les marchés fermes : les prolongations et les reports ; les marchés à primes	227

CHAPITRE II

LES OPÉRATIONS SUR VALEURS DANS LES BOURSES ALLEMANDES AVANT LEUR NOUVELLE RÉGLEMENTATION. — RÔLE ÉCONOMIQUE DU MARCHÉ À TERME EN VALEURS.

I. — Les opérations sur valeurs : existence presque exclusive de <i>marchés à terme de bourse</i> à côté de <i>marchés au comptant</i> . — Les opérations sur valeurs dans les bourses allemandes avant leur nouvelle réglementation : les <i>marchés au comptant</i> au sens le plus large de cette expression ; les <i>marchés à terme de bourse</i> . — Droits de l'acheteur et du vendeur de titres au cas d'inexécution du contrat, d'après le Code de commerce et les <i>conditions</i> des différentes places. — Admission des valeurs au <i>marché</i> et à la <i>cote à terme</i> avant le 1 ^{er} janvier 1897.	233
II. — Liquidation des marchés à terme de bourse : principes généraux. — Les bureaux de liquidation pour marchés à terme en valeurs : leur fonctionnement à Berlin, Francfort, Hambourg et Munich. — Les banques à virement de titres	239

- III. — Histoire de la spéculation sur les marchés allemands en valeurs : Les Compagnies d'assurances à Hambourg en 1720 ; lent développement de la fortune mobilière en Allemagne au commencement de ce siècle ; les ordonnances prussiennes de 1836, 1840 et 1844, leurs effets ; apparition de *Crédits mobiliers* dans l'Allemagne du Sud ; abrogation des ordonnances prussiennes en 1860 ; les deux dernières crises économiques. — Importance de la spéculation dans les principales bourses allemandes en valeurs. 244
- IV. — Rôle économique du marché à terme de bourse en valeurs. Sans marché à terme, on peut spéculer avec des moyens insuffisants, on peut spéculer à découvert : liaison d'opérations au comptant avec des prêts ou emprunts sur titres. — Nécessité d'un trafic à terme dans les relations internationales : de ce trafic résulterait forcément un trafic à terme de bourse en certaines valeurs 250
- V. — (suite) Le marché à terme de bourse en valeurs est la plus haute expression de la spéculation à crédit ; il permet à la spéculation de sortir du cadre étroit des marchés au comptant ; avec lui, toute erreur devient moins néfaste, toute réaction plus aisée. — Ce que seraient les grands marchés en valeurs sans trafic à terme de bourse. 254
- VI. — Quelques circonstances où le marché à terme de bourse en valeurs offre des facilités légitimes au commerce et à la spéculation. 256

CHAPITRE III

LES OPÉRATIONS SUR MARCHANDISES ET SUR PRODUITS DANS LES BOURSES ALLEMANDES AVANT LEUR NOUVELLE RÉGLEMENTATION. — RÔLE ÉCONOMIQUE DU MARCHÉ À TERME EN PRODUITS ET EN MARCHANDISES.

- I. — Les marchés effectifs en produits et en marchandises, objets d'un important trafic international : leurs principales formes ; leurs caractéristiques. — Le trafic à terme de bourse en marchandises et en produits : difficultés à surmonter pour établir un tel trafic ; technique sur les principales places allemandes. — De l'admission des produits et des marchandises au marché à terme sur les places allemandes 260
- II. — La liquidation par filière : la liquidation centralisée de la bourse de Berlin ; nature juridique du règlement par filière d'après le droit allemand 264

- III. — Le trafic des principales marchandises objets d'un marché à terme de bourse sur les places allemandes : les grains. — Histoire du commerce des grains en Allemagne : le marché à terme de bourse apparaît d'abord à Stettin ; les anciens marchés à livrer, les ventes par connaissements et enfin le marché à terme de bourse à Berlin. — Le trafic des grains sur les places de Berlin, de Duisbourg et de Mannheim. — Principales attaques contre le marché à terme en grains tel qu'il était organisé sur les places allemandes. 269
- IV. — (*suite*) Le café : le trafic avant 1881 ; l'introduction de la caisse de liquidation au Havre, ses conséquences ; nécessité pour Hambourg d'avoir un trafic à terme. — Les attaques contre le marché à terme en café. — Résultats de l'introduction du marché à terme sur cette dernière place. 278
- V. — (*suite*) Le trafic à terme en sucre à Magdebourg. — Le trafic à terme en spiritueux à Berlin et à Hambourg. 286
- VI. — (*suite*) Le trafic en peigné de laine à Leipsick. — Introduction du marché à terme à Anvers, conséquences ; introduction du marché à terme à Leipsick ; violente campagne contre le marché à terme en peigné. — Fonctions du marché à terme en peigné ; arguments des adversaires et des partisans du marché à terme en peigné. — Le trafic en coton à Brême : les marchés pour embarquement à telle époque sur qualités moyennes ; les marchés à livrer 290
- VII. — Le trafic à livrer en salpêtre à Hambourg : sa nature particulière. 304
- VIII. — Rôle économique du marché à terme de bourse en marchandises et en produits. — Histoire des arbitrages : l'envoi en consignment ; les marchés maritimes : le caf ; le marché à terme de bourse. — Exposé comparatif du rôle économique des marchés à terme de bourse et des marchés à terme ordinaires ou à livrer. — Un trafic trop étroitement lié à un déplacement ou à un transfert de la propriété de marchandises effectives ; ses inconvénients 305
- IX. — (*suite*) Le marché à terme de bourse en marchandises est une solution démocratique de différents problèmes. — Le marché à terme et les opérations à découvert. — Le marché à terme et l'égalisation des cours dans le temps. — Le marché à terme et l'égalisation des cours dans l'espace. — Le marché à terme institution d'assurance contre la fluctuation des cours. — Le marché à terme et le fractionnement des risques de la fluctuation des cours. — Conclusion. 313

CHAPITRE IV

LE JEU DE BOURSE, L'AGIOTAGE ET LES MARCHÉS A TERME
DE BOURSE.

- I. — Le jeu de bourse au point de vue économique : le joueur est un spéculateur qui a de fortes chances de se tromper dans ses prévisions ; notions inexactes puisées dans l'activité extraprofessionnelle d'une personne, la disproportion entre l'importance d'une opération et la fortune d'une personne, l'intention d'exclure toute livraison effective ; la définition de Neuwirth. — Les conséquences économiques du jeu de bourse. — L'agiotage au point de vue économique : définition ; les étranglements et les éloignements de marchandises ; les baisses factices. — Les conséquences économiques de l'agiotage. 324
- II. — Le jeu de bourse au point de vue juridique : l'exception de jeu ne peut être invoquée contre une opération de bourse qu'en recherchant l'intention des parties et le but économique de l'acte. Circonstances de fait sur lesquelles on peut baser une exception de jeu : marchés à terme, marchés au comptant. — Le législateur a-t-il confirmé telle théorie plus ou moins artificielle ? En ce cas, coexistence d'une exception de jeu s'appliquant à telles formes de contrat et d'une exception de jeu basée sur les circonstances de fait. Le législateur a-t-il voulu, au contraire, mettre un terme à l'instabilité dans les relations ? En ce cas, a-t-il visé les théories factices de la doctrine et de la jurisprudence, ou bien a-t-il voulu considérer toute opération de bourse comme un contrat valable, sans que le juge n'ait le droit de rechercher l'intention des parties. — Conséquences juridiques de l'admission d'une exception de jeu, selon le droit en vigueur en Allemagne. 334
- III. — Les marchés différentiels : définitions. — Ententes survenant à l'échéance et décidant de tout régler par le paiement d'une différence, leur légalité en Allemagne ; leurs dangers au point de vue économique ; la liquidation des marchés à terme de bourse est basée sur des principes tout à fait différents. — Les purs marchés différentiels : indication des principales doctrines exposées en Allemagne sur leur nature juridique ; distinction assez courante : exclusion formelle dans le contrat lui-même de toute livraison ; simple intention d'exclure toute livraison effective : dans le premier cas, il n'y a pas forcément jeu, selon nous ; dans le second, impossibilité, selon nous, de

construire une doctrine juridique déclarant ces marchés nuls ou sans protection légale. — Faut-il que les législateurs, qui ne l'ont point encore fait, reconnaissent la validité des marchés différentiels ; faut-il qu'ils enlèvent expressément aux juges le droit de rechercher si telle opération de bourse est en réalité un acte de jeu ?	340
IV. — Les reports, leur nécessité, impossibilité de leur enlever toute base légale afin d'écarter les joueurs. — Les marchés à primes : leur légitimité, leurs dangers : difficultés pour leur enlever toute base légale ; atteintes de fait aux marchés à primes à la suite des lois d'impôt sur la bourse.	351
V. — Influence du marché à terme de bourse sur les cours effectifs : difficultés d'une telle étude. — Théorie générale de l'influence des marchés à découvert. — Ce que prouvent réellement les statistiques publiées par MM. Cohn, Kantorowicz, Conrad et Bayerdœrffer et par la commission d'enquête sur la bourse. — Les théories des anti-optionistes américains, de MM. Schumacher, Charles W. Smith, William. E. Bear et Hammesfahr sur l'effet dépressif du marché à terme en ce qui concerne les marchés américains et anglais et le trafic international. — Attaques dirigées en Allemagne contre les marchés à découvert qui déprimeraient les prix. — Vrais effets du marché à terme sur les cours effectifs	358
VI. — La qualité des marchandises livrées en vertu de marchés à terme de bourse : livraison de marchandises voisines de la qualité fixée par les usances comme qualité minima, ses dangers, ses avantages. — Du mélange des grains. — Effets du marché à terme sur la qualité et la quantité des marchandises produites	375

CHAPITRE V

LA SPÉCULATION ET LE TRAFIC A TERME DE BOURSE SUR LES PLACES ALLEMANDES : LES ABUS GÉNÉRAUX ET LES REMÈDES TROUVÉS AVANT L'ENTRÉE EN VIGUEUR DE LA LOI DES BOURSES.	
I. — Abus généraux qui s'étaient produits sur les places allemandes dans le monde de la spéculation sur valeurs et sur marchandises : le jeu de bourse à terme et au comptant ; l'incitation au jeu de bourse	380
II. — (<i>suite</i>) L'agiotage : les étranglements, les éloignements de marchandises, etc. à Berlin, Magdebourg et Hambourg . . .	383

III. — (suite) La qualité des marchandises livrées en vertu des marchés à terme de bourse et reconnues livrables. — Autres abus	384
IV. — Les commerçants et leur nonchalance ; lenteur forcée dans l'action des commerçants, optimisme cependant excessif des commerçants allemands. Ce que les commerçants ont fait eux-mêmes pour purifier le marché : excellence de ces réformes, qui sont simples et pratiques. — L'intervention gouvernementale en Prusse ; relations du gouvernement et des organes commerciaux : l'affaire du Rivettwheat	385
V. — L'intervention d'une jurisprudence, sans cesse plus extensive, du Tribunal d'Empire sur les marchés différentiels : valeur du remède.	388

CHAPITRE VI

LE JEU DE BOURSE ET L'AGIOTAGE SELON LES PROPOSITIONS DE RÉFORME ET LA LOI DES BOURSES : LE REGISTRE DE BOURSE.

I. — Comment écarter les joueurs ? La jurisprudence allemande sur les marchés différentiels était un remède au moins insuffisant. — Remise d'un <i>original deposit</i> ; inscription des spéculateurs à terme sur le registre du commerce.	393
II. — (suite) Inscription des spéculateurs à terme sur un registre spécial : conséquences attendues de cette réforme. Le registre à terme pour les marchés à terme de bourse en marchandises. Le registre de bourse pour tous marchés à terme de bourse. — Le registre de bourse et les dispositions de la loi. — La spéculation en pays étrangers des habitants de l'Allemagne. — Appréciation objective de cette nouvelle institution.	398
III. — Qu'est-ce qu'un <i>marché à terme de bourse</i> au sens de la loi du 22 juin 1896 ? La définition de l'article 48 est une définition légale. — Histoire de la notion du <i>marché à terme de bourse</i> telle qu'elle est conçue dans l'article 48. — Interprétation de l'article 48 : distinction des marchés à terme de bourse, des marchés à livrer à terme fixe (art. 357 C. comm.) et des marchés à livrer sans terme fixe (art. 354-356 C. comm.)	406
IV. — Conséquences juridiques de l'institution du registre de bourse, telle qu'elle est réglementée par la loi du 22 juin 1896 : solution radicale en ce qui concerne tout marché conclu par deux personnes non inscrites ou même par une personne inscrite et une personne non inscrite. — Des marchés conclus	

par deux personnes inscrites ; doctrines opposées : persistance de l'exception différentielle, disparition de tout droit d'interpréter la volonté des parties ; doctrine intermédiaire, seule exacte : disparition de l'exception différentielle, persistance de l'exception de jeu. — De l'article 51, al. 2 : importance de sa nouvelle interprétation. — Les marchés différentiels dans le Code civil allemand et les dispositions de la loi des bourses.	408
V. — Résultats pratiques de l'institution du registre de bourse. Les banquiers se feraient-ils inscrire en registre ? Solution négative, ses conséquences. — Les marchés à livrer du droit commercial dans le trafic en valeurs à Berlin : les formulaires composés sur la base de l'article 357 du Code de commerce et sur la base des articles 354-356. — Le trafic à livrer en valeurs dans toute l'Allemagne. — Le trafic à livrer en spiritueux et en huiles à Berlin, etc. ; l'inscription au registre et les caisses de liquidation en marchandises.	416
VI. — Autre mesure destinée à mettre un frein au jeu de bourse : disposition pénale visant l'incitation au jeu ; difficultés pour trouver une formule ; le texte de la commission d'enquête, celui du professeur Kohler, celui de la loi. — Conséquences de cette réforme.	429
VII. — Les impôts comme remèdes au jeu de bourse ; une entente internationale contre le jeu de bourse. — L'agiotage et la loi des bourses.	434
VIII. — Conclusion. — Diminution du jeu sur certaines marchandises ; atteinte du trafic légitime. — Meilleur remède contre le jeu de bourse puisé dans le développement de la moralité des individus, dans le développement de la croyance que le joueur doit perdre et dans une plus étroite liaison du trafic à terme avec le trafic effectif	437

CHAPITRE VII

LE MARCHÉ A TERME DE BOURSE EN VALEURS : PROPOSITIONS DE RÉFORME ; LES DISPOSITIONS DE LA LOI DES BOURSES ET LEURS CONSÉQUENCES ; LA SPÉCULATION AU COMPTANT.	
I. — Principes généraux sur le droit de surveiller et d'interdire le trafic à terme : les décisions de la commission d'enquête ; la loi des bourses ; les droits du conseil fédéral et des gouvernements locaux	442
II. — Admission des valeurs au marché à terme : la loi des bourses et les nouveaux règlements de bourse.	443

- III. — Dangers d'étranglements lorsque l'on admet au trafic à terme des valeurs dont le nombre sur le marché est trop restreint : disposition exigeant un montant minimum de vingt millions de marks de valeur nominale ; — Dangers d'une trop intime liaison des entreprises industrielles avec la bourse ; la spéculation sur valeurs à rendements incertains : interdiction du marché à terme de bourse en valeurs industrielles et minières. 448
- IV. — Conséquences juridiques de toute interdiction d'un trafic à terme : validité du marché conclu ; diverses mesures destinées à empêcher l'établissement en fait d'un trafic à terme en valeurs ou marchandises écartées du marché officiel par la loi, les gouvernements ou le comité directeur d'une bourse. L'article 51, al. 1^{er} ; l'article 51, al. 2 ; les marchés à terme se présentant sous la forme ordinaire des marchés à terme de bourse. — Sous quelles formes peut-on opérer sur les valeurs interdites ? 449
- V. — Résultats pratiques de cette réforme ; à Berlin : les marchés à livrer du droit commercial ; le grand trafic au comptant ; le compte courant au comptant des banques de courtiers : importance de cette dernière institution, ses dangers aux points de vue juridique et économique ; dans les autres villes de l'Allemagne. 455
- VI. — Conclusion : la spéculation a diminué, elle n'en demeure pas moins assez importante ; les fluctuations de cours sont plus sensibles ; l'interdiction du marché à terme de bourse en valeurs industrielles et minières est une des mesures qui ont accentué la concentration du trafic dans les grandes maisons. 463

CHAPITRE VIII

LE MARCHÉ A TERME DE BOURSE EN PRODUITS ET MARCHANDISES :
DIVERSES PROPOSITIONS DE RÉFORME ; LES DISPOSITIONS DE
LA LOI DES BOURSES ET LEURS CONSÉQUENCES ; L'INTERDICTION
DU MARCHÉ A TERME EN GRAINS ET PRODUITS DE LA MINOTERIE.

- I. — Admission des marchandises et des produits au marché et à la cote à terme : la loi des bourses et les nouveaux règlements de bourse. 465
- II. — Campagne menée contre le marché à terme de bourse en peigné de laine lors du vote de la loi des bourses et depuis ; pourquoi elle n'a point abouti 467
- III. — Fixation des qualités livrables en vertu de marchés à terme de bourse en grains ; proposition de la commission parlementaire 467

taire tombant après l'interdiction du marché à terme de bourse en grains. L'exigence de la désignation de l'espèce et du lieu de production ; cette mesure touche d'assez près la vraie réforme à faire : sectionner le trafic sur plusieurs types sans cependant fractionner trop le marché en chaque produit, tout au moins préciser les désignations des usances.	470
IV. — Campagne contre les marchés à terme de bourse en grains et produits de la minoterie ; interdiction de tels marchés ; l'intention du législateur.	473
V. — Quels marchés interdit l'article 50, al. 3 ? Renvois et rappels ; l'interprétation de M. Ruhland et de la fédération des agriculteurs.	476
VI. — Les formulaires pour <i>marchés à livrer du droit commercial</i> en grains et produits de la minoterie : leurs principales clauses ; leur nature économique. Les protestations des agrariens : la vente des seuls produits sur lesquels on a actuellement un droit de disposition. — Le trafic en grains à Berlin avant la fermeture du palais des fées et depuis lors	480
VII. — Conséquences économiques de l'interdiction du marché à terme en grains et produits de la minoterie : l'absence de cours à terme ; la baisse des prix ; concentration du trafic dans les grandes maisons.	488
VIII. — Diverses propositions de réforme et diverses dispositions de la loi des bourses visant des pratiques dolosives ; leur influence si le législateur n'avait point interdit le marché à terme en grains et produits de la minoterie	492
IX. — Conclusion. — Attaques à travers tout le monde contre la spéculation sous la forme de marchés à terme de bourse ; de l'exigence d'un droit de disposition ; de la validité des marchés à terme entre les seules personnes habitant la place où l'on a opéré. Les seuls ennemis ce sont les joueurs, parfois, mais à titre exceptionnel, les vrais agioteurs.	494

TROISIÈME PARTIE

CHAPITRE PREMIER

LE PUBLIC DES BOURSES ET PLUS SPÉCIALEMENT DES
BOURSES ALLEMANDES,

- I. — Le public des bourses en valeurs : les capitalistes ; les spé-
culateurs ; les commissionnaires et les courtiers 499
- II. — Rôle respectif des courtiers, des commissionnaires et des
spéculateurs dans les bourses allemandes en valeurs 500
- III. — Le public des bourses en produits et marchandises : les
producteurs, les industriels ; les commerçants en marchandises
effectives ; les spéculateurs, les commissionnaires et les cour-
tiers 505
- IV. — Rôle respectif des courtiers, des commerçants en mar-
chandises effectives, des commissionnaires et des spéculateurs
dans les bourses allemandes en produits et en marchandises . . . 506

CHAPITRE II

LES COURTIERS, LES CAISSES DE LIQUIDATION ET LA FIXATION
DES COURS SUR LES PLACES ALLEMANDES AVANT LA NOUVELLE
RÉGLEMENTATION DES BOURSES.

- I. — Origines du courtage ; sa réglementation très stricte en Alle-
magne au moyen âge et au commencement des temps mo-
dernes ; persistance des anciens principes. — Atteintes suc-
cessives au droit exclusif des courtiers à Hambourg et à Berlin.
— Le Code de commerce supprime le monopole des courtiers et
conserve leurs strictes obligations tout en donnant aux dis-
positions légales un caractère supplétoire 510
- II. — Les courtiers de commerce à Berlin et en Prusse depuis
l'entrée en vigueur du Code de commerce ; leur médiocre situa-
tion ; leur violation courante de la loi. — Les agents de
change à Francfort : leur importance, leur réglementation spé-
ciale. — Projets de lois présentés en Prusse pour délier les
courtiers de commerce d'une partie de leurs strictes obliga-
tions. — Suppression des courtiers officiels à Hambourg et à
Brême 524
- III. — Les courtiers libres : *Aufgabe-Propremakler* 530

IV. — Les banques de courtiers dans le trafic en valeurs : leur origine ; fonctionnement et importance des banques de courtiers de Berlin ; la banque de courtiers de Hambourg. — Attaques dirigées contre les banques de courtiers.	531
V. — Les banques de courtiers dans le trafic en marchandises : les causes de leur échec. — Les caisses de liquidation ; principes, leur fonctionnement et les causes de leur importance à Hambourg, Magdebourg et Leipsick. — Attaques dirigées contre les caisses de liquidation	536
VI. — Principes généraux sur les cours de bourse. — Le cours des valeurs : le célèbre <i>cours unique</i> de la bourse de Berlin dans le trafic au comptant ; la fixation des cours dans le trafic à terme à la bourse de Berlin ; les cours des bourses de Francfort, Hambourg et Brême.	542
VII. — Fixation du cours des marchandises : dans les bourses en produits de Berlin et de Stettin ; dans les associations de commerçants en café et en spiritueux de Hambourg.	550
VIII. — Les cotes indiquant le cours des valeurs et des marchandises.	552

CHAPITRE III

LES COURTIERST DES COURS ET LA FIXATION OFFICIELLE DES COURS SELON LES PROPOSITIONS DE RÉFORME, LES DISPOSITIONS DE LA LOI DES BOURSES ET LES NOUVEAUX RÈGLEMENTS DES MARCHÉS ALLEMANDS.

I. — Le dilemme de M. Laband : le monopole du courtage ou la suppression du courtage officiel ; le commerce n'a pas besoin d'intermédiaires officiels, il n'a besoin que de cours exacts et précis.	554
II. — Qui devra fixer les cours ? En principe, les comités directeurs des bourses. — Qui aidera ceux-ci ? Des courtiers tels que les anciens courtiers de commerce ? Des fonctionnaires spéciaux ? Des courtiers libres ? Des courtiers libres tenus d'obligations assez strictes.	557
III. — Les courtiers des cours d'après la loi des bourses et les nouveaux règlements. La nouvelle institution en Prusse et dans les Etats de l'Allemagne du Sud. — Les obligations des courtiers des cours. — Résultats de l'institution du courtage des cours.	559
IV. — Les cours et le contenu des cotes : exposé de principes.	

— Devrait-on tenir compte des données fournies par de simples particuliers ? Devrait-on interdire la fixation publique des cours ? Solutions de ces questions ; importance en fait. — La fixation des cours sur les principaux marchés depuis la loi des bourses.	
— Des cotes et de leurs données.	564
V. — Conclusion : progrès insensible ; persistance de l'ancien état de chose	571

CHAPITRE IV

LES COMMISSIONNAIRES EN VALEURS ET EN MARCHANDISES DE BOURSE SUR LES PLACES ALLEMANDES AVANT LEUR NOUVELLE RÉGLEMENTATION.

I. — Le droit de la commission. — Le droit reconnu aux commissionnaires allemands de contracter personnellement avec leurs clients lorsque valeurs ou marchandises ont un prix de bourse ou de marché ; son extrême importance. — Commissionnaires et commerçants pour propre compte ; les banques alsaciennes.	572
II. — Les conditions courantes des banques allemandes. — Les propositions des commissionnaires en marchandises	580
III. — Abus qui se sont produits sur les places allemandes dans le domaine de la commission : la <i>coupe dans le cours</i> , la <i>spéculation sur le dos des clients</i>	585
IV. — (suite) Le droit de propriété des clients des banques sur les titres déposés.	590
V. — (suite) Divers abus plus particuliers	594

CHAPITRE V

LE DROIT DE LA « COMMISSION DE BOURSE » SUR LES PLACES ALLEMANDES : LES PROPOSITIONS DE RÉFORME, LES LOIS *des bourses et de dépôt* ET LEURS CONSÉQUENCES.

I. — Propositions de réforme et dispositions de la loi des bourses destinées à mettre un terme à certaines incertitudes dans le droit de la commission et à faire cesser la <i>coupe dans le cours</i> et la <i>spéculation sur le dos des clients</i> ; conséquences de la loi.	596
II. — Propositions de réforme et dispositions de la loi de dépôt, destinées à assurer l'individualisation des titres déposés chez un commerçant et surtout des titres déposés chez un commissionnaire par ses commettants ; conséquences de la loi de dépôt . .	607

III. — Autre proposition de réforme et disposition de loi visant les conseils intéressés des commissionnaires	618
IV. — Conclusion	619

CONCLUSION

I. — L'esprit de lutte a vicié toute la réforme des bourses allemandes. — Résultats généraux de la loi des bourses : trouble dans la vie économique ; atteinte des intérêts les plus respectables. — Les nouvelles dispositions chercheraient à rétablir un ancien état de chose dans un milieu nouveau ; toutes les conséquences de la loi seraient plus néfastes encore à la première crise	621
II. — Résultat le plus notable de la loi des bourses : accentuer le développement des grandes banques , atteindre la classe moyenne	625
III. — Quelques conséquences heureuses de la loi des bourses, dont on ne peut encore apercevoir toute l'importance.	630
IV. — Il faut espérer une abrogation de cette loi ; mais non pas une abrogation trop vive et trop soudaine, laquelle serait suivie d'une réaction. — Quelles dispositions conserver, quelles dispositions abroger ? Question difficile à résoudre parce que les commerçants continueraient la lutte si on n'abrogeait que quelques dispositions particulières. — Abrogation totale : nouvelle loi reprenant les principes généraux de la loi des bourses, conservant quelques dispositions particulières et plusieurs dispositions pénales.	631
V. — Enseignements que l'on peut retirer de la réforme des bourses allemandes : enseignements généraux. — Le jeu de bourse et une disposition pénale atteignant l'incitation habituelle et intéressée à spéculer en dehors du cercle des connaissances spéciales de chacun. — Les abus du droit de la commission et une disposition pénale. — En ce qui concerne les bourses françaises en valeurs, il faut : obliger les émetteurs à signer un prospectus d'émission et imposer la composition d'un cours unique ou moyen auquel se feraient toutes les opérations au comptant	632

Imp. G. St-Aubin et Thevenot. — J. Thevenot, successeur, St-Dizier (Hte-Marne).
